



UNIVERSIDAD TÉCNICA PARTICULAR DE LOJA

La Universidad Católica de Loja

ÁREA ADMINISTRATIVA

TITULACIÓN DE INGENIERO EN CONTABILIDAD Y AUDITORÍA

Las teorías del equilibrio y jerarquía financiera en la estructura de capital:
Análisis de la relación entre la razón deuda/capital y la rentabilidad financiera en
las empresas grandes del Ecuador, año 2012

TRABAJO DE FIN DE TITULACIÓN

AUTORES:

- Muñoz Viteri, María Belén
- Ramírez Bustamante, María Belén

DIRECTOR:

- Cortés García, José Salvador , Dr.

LOJA – ECUADOR

2013

CERTIFICACIÓN

Doctor

José Salvador Cortés García

DOCENTE DE LA TITULACIÓN

CERTIFICA:

Que el presente trabajo, denominado: "Las teorías del equilibrio y jerarquía financiera en la estructura de capital: Análisis de la relación entre la razón deuda/capital y la rentabilidad financiera en las empresas grandes del Ecuador, año 2012" realizado por las profesionales en formación: Muñoz Viteri, María Belén y Ramírez Bustamante, María Belén; cumple con los requisitos establecidos en las normas generales para la Graduación en la Universidad Técnica Particular de Loja, tanto en el aspecto de forma como de contenido, por lo cual me permito autorizar su presentación para los fines pertinentes.

Loja, septiembre de 2013

f) Dr. José Salvador Cortés García

DECLARACIÓN DE AUDITORÍA Y CESIÓN DE DERECHOS

“Nosotras Muñoz Viteri, María Belén y Ramírez Bustamante, María Belén, declaramos ser autoras del presente trabajo y eximo expresamente a la Universidad Técnica Particular de Loja y a sus representantes legales de posible reclamos o acciones legales.

Adicionalmente declaramos conocer y aceptar la disposición del Art. 67 del Estatuto Orgánico de la Universidad Técnica Particular de Loja que en su parte pertinente textualmente dice: “Forman parte del patrimonio de la Universidad la propiedad intelectual de investigaciones, trabajos científicos o técnicos y tesis de grado que se realicen a través, o con el apoyo financiero, académico o institucional (operativo) de la Universidad”

f.

Muñoz Viteri María Belén

1104585854

f.

Ramírez Bustamante María Belén

1105038283

DEDICATORIA

Con profundo afecto a mi madre, la autora de mis días, quien a pesar de los obstáculos jamás ha dejado de estar a mi lado, apoyándome en todo momento, siempre con una sonrisa dulce y una palabra alentadora. Por eso y mucho más, ¡Gracias Mamita!

María Belén Ramírez Bustamante

Con cariño se lo dedico a mis padres quienes pusieron todo su esfuerzo e ilusión para ver cumplida mi meta, y en especial a mi madre por toda la confianza que puso en mí; a mi hermana quien ha sido mi ejemplo de lucha, superación y perseverancia; a mi sobrino quien me dio las fuerzas para seguir adelante y alcanzar grandes logros; a mi novio por formar parte de este largo caminar, por darme ánimos y compartir conmigo este importante momento; y a mis amigos y amigas quienes han sido incondicionales ante todo.

María Belén Muñoz Viteri

AGRADECIMIENTO

Gracias infinitas a Dios por ser el pilar de mi vida, a mi madre por sus sabias enseñanzas, a los amigos que siguen caminando a mi lado y a mi familia por ser quienes me apoyan y me alientan. Agradezco también a la Universidad Técnica Particular de Loja, y de manera muy especial al Dr. José Salvador Cortés, quien con empeño y dedicación estuvo siempre presto a ayudarnos en la realización del proyecto, y a todos quienes aportaron al cumplimiento de esta meta.

María Belén Ramírez Bustamante

Agradezco principalmente a Dios por ser mi guía y haber iluminado el camino que me llevó a cumplir este gran logro en mi vida profesional, a la Universidad Técnica Particular de Loja junto con todas sus autoridades, en especial a la Titulación de Contabilidad y Auditoría y a quienes la conforman por siempre brindarme una mano amiga y formarme no solo en lo científico si no en lo espiritual. A nuestro director de tesis Dr. José Salvador Cortés quien fue parte importante en el desarrollo de este trabajo y a todas las personas que de una u otra manera estuvieron involucradas en mi formación académica, profesional y personal.

María Belén Muñoz Viteri

ÍNDICE DE CONTENIDOS

CARÁTULA.....	i
CERTIFICACIÓN.....	ii
DECLARACIÓN DE AUTORIA Y CESIÓN DE DERECHOS.....	iii
DEDICATORIA.....	iv
AGRADECIMIENTO.....	v
ÍNDICE DE CONTENIDOS.....	vi
RESUMEN EJECUTIVO.....	1
ABSTRACT.....	2
INTRODUCCIÓN.....	3
CAPÍTULO I.	5
MARCO TEÓRICO.....	5
1.1. Finanzas.....	6
1.1.1. Definición de finanzas.	6
1.1.2. Estructura de capital	9
1.1.3. Fuentes y formas de financiamiento.....	14
1.1.4. Caracterización de las empresas a las que se aplican las finanzas corporativas.	34
1.1.5. Teorías aplicables a la estructura de capital.	37
1.1.6. Resumen.....	45
CAPÍTULO II.	46
MODELOS APLICABLES A LA ESTRUCTURA DE CAPITAL.....	46
2.1. Análisis de los efectos del apalancamiento financiero en el ROE y la UPA por medio de la razón Deuda/capital.....	47
2.2. Análisis con las empresas grandes de Ecuador.....	64
2.3. Resumen.....	67
CAPÍTULO III.	68
METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN.....	68
3.1. Introducción	69
3.1.1. Tipo de investigación.....	69
3.1.2. Formulación de encuesta y/o entrevista.	75
3.1.3. Preguntas estructuradas.	76
3.1.4. Resumen.....	77
CAPÍTULO IV.	78

ANALISIS DE RESULTADOS.....	78
4.1. Introducción	79
4.1.1. Ejecución de la investigación.....	79
4.1.2. Análisis de entrevista.	80
4.1.3. Resumen.....	87
CONCLUSIONES	88
RECOMENDACIONES	90
BIBLIOGRAFÍA.....	91
ANEXOS	93

RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo está basado en el análisis de dos teorías importantes dentro del mundo de las finanzas corporativas como son la teoría del equilibrio y la jerarquía financiera desde la estructura de capital. Se presenta dos enfoques importantes, el uno basado en modelos estructurados de forma matemática que permite estudiar a las teorías desde una perspectiva cuantitativa; y un segundo enfoque que se direcciona hacia una visión realista en relación a las decisiones financieras que día a día deben tomar los directores financieros y las variables que deben considerarse para hacerlo. Para desarrollar este tema se toman en cuenta conceptos básicos acerca de la estructura de capital y su conformación dentro de las empresas, es decir que se analiza el nivel de financiamiento a través de apalancamiento o de fondos propios, según como se apliquen las políticas de financiamiento establecidas, así como las variables que intervengan para hacerlo, de forma que se elija la mejor opción, con un menor riesgo y que genere mayor rentabilidad.

PALABRAS CLAVES: Estructura de capital, punto de equilibrio financiero, riesgo, rentabilidad, costo, ROE, UPA, UAll, apalancamiento, reinversión de fondos, acciones, bonos, capital.

ABSTRACT

Executive summary the present study is based on analysis of two important theories in the world of corporate finance such as the theory of the balance and the financial hierarchy from the capital structure. Presents two important approaches, one based on models structured mathematically that allows to study the theories from a quantitative perspective; and a second approach which directs towards a realistic in relation to the financial decisions that every day must be financial directors and the variables that must be considered to do so. To develop this topic are taken into account basic concepts about the structure of capital and its conformation within the companies, i.e. that the level of funding is analyzed through leverage, or equity, depending how applicable funding policies, as well as the variables that intervene to do so, so that you choose the best option, with less risk and generate greater profitability.

KEYWORDS: Structure of capital, financial stability, risk, profitability, cost, ROE, UPA, UAI, leverage, funds, stocks, bonds, capital reinvestment.

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo de investigación está basado en el análisis de la teoría del equilibrio y la teoría de la jerarquía financiera desde la estructura de capital. Es un tema complejo que tiene considerable información por recopilar y muchos enfoques por estudiar, sin embargo se ha tomado en cuenta los puntos más importantes para el desarrollo de este tema.

Lo que trata estas dos teorías es de presentar diferentes opciones de financiamiento, pero siempre tomando en cuenta su estructura de capital, es decir la deuda o el capital que intervenga para poder sustentar las actividades dentro de las empresas y que generan los flujos de caja. Además se toma en cuenta conceptos importantes para el desarrollo de la investigación como la rentabilidad de las empresas, la utilidad por acción, la utilidad antes de intereses e impuestos.

Este trabajo está desarrollado en cuatro capítulos que se han considerado necesarios para lograr un mejor entendimiento. El primer capítulo se basa en conceptos generales de las finanzas corporativas que poco a poco se van relacionando y se convierten en temas más específicos que profundizan los conocimientos acerca de las teorías antes mencionadas. El segundo capítulo se basa en modelos matemáticos, que permiten mostrar diferentes escenarios en los que se puede desenvolver una empresa; en este caso se realizaron modelos inéditos y se diseñan tablas y gráficas; este capítulo da un aporte muy importante dentro de la investigación porque relaciona todos los conceptos estudiados en el capítulo uno y permite realizar una comparación clara y precisa de lo que los autores nos mencionan.

Dentro del capítulo tres se ha creído conveniente especificar la forma y la metodología de investigación basado en un análisis cuantitativo y cualitativo. Y para finalizar se incorpora el capítulo cuatro, considerado la base de toda esta investigación porque muestra la realidad acerca de las decisiones financieras que deben tomar los directores de empresas importantes y reconocidas dentro del país; a esto se le agrega la comparación nuevamente entre lo que proponen y citan los autores y lo que viven los directores frente a variables que se presentan día a día en sus empresas.

El tema finanzas corporativas aún está poco desarrollado dentro de las empresas. La investigación llevada a cabo tiene gran importancia para la sociedad, debido a que aporta con estudios teóricos, prácticos y la realidad que algunas empresas. Este tema debería ser cultivado desde los estudios primarios, secundarios y universitarios, ya que no solo se enfoca en las empresas, sino que también desarrolla una cultura sobre el ahorro y la inversión.

Lograr analizar las finanzas corporativas como un tema de investigación es muy atenuante pero a la vez muy extenso. Mediante la incorporación de modelos matemáticos inéditos así como la entrevista directa con profesionales permitió que se pueda cumplir con los objetivos y se logre tener pautas para tomar mejores decisiones; sin olvidar que existen muchas variables que influyen así como políticas de financiamiento establecidas.

El tener suficiente información facilito el progreso de culminación del presente trabajo. El poder determinar variables que intervienen en la toma de decisión es un tema complejo de analizar y que solo se lo podría entender con mayor claridad enfrentándonos a realidades de las empresas.

Para llevar a cabo la parte investigativa, especificada en el cuarto capítulo, se realizó una investigación cualitativa enfocándose en opiniones de grandes directores financieros que nos dieron una visión más clara de las finanzas.

CAPÍTULO I.
MARCO TEÓRICO

1.1. Finanzas

1.1.1. Definición de finanzas.

Las finanzas estudian la manera en que los recursos (monetarios) escasos se asignan a través del tiempo. Dos características distinguen a las decisiones financieras de otras decisiones de asignación de recursos: 1) los costos y beneficios de las decisiones financieras se distribuyen a lo largo del tiempo, y 2) generalmente no son conocidos con anticipación por los encargados de tomar decisiones ni por nadie más, explican Merton (2003).

Las teorías financieras constan de un grupo de conceptos que ayudan a organizar la forma de asignar recursos a través del tiempo, así como de un conjunto de modelos cuantitativos que auxilian en la evaluación de alternativas, la toma de decisiones y la puesta en práctica de las mismas. Los mismos conceptos básicos y modelos cuantitativos se aplican a todos los niveles de la toma de decisiones, desde la decisión de arrendar un auto o empezar un negocio hasta el director financiero de una compañía importante de ingresar al negocio de las telecomunicaciones o la del Banco Mundial acerca de cuáles proyectos de desarrollo debe financiar.

Un principio básico de las finanzas establece que la función primordial del sistema es satisfacer las preferencias del consumo de la gente, incluyendo todas las necesidades básicas de la vida, entre ellas la alimentación, el vestido y la vivienda. Las organizaciones económicas, como las personas y los gobiernos, tienen el propósito de facilitar el logro de esta función primordial.

Por definición, las empresas de negocios o simplemente empresas son entidades cuya función primordial es producir bienes y servicios; al igual que los individuos, las empresas tienen muchas formas y tamaños. En un extremo se encuentran los pequeños talleres, las tiendas minoristas y los restaurantes propiedad de un solo individuo o una familia. En el otro extremo están las compañías grandes, como General Motors, con una fuerza laboral de cientos de miles de personas y un número aún mayor de dueños. La rama de las finanzas que se ocupa de las decisiones financieras de las empresas se llama *Finanzas Corporativas* o *Empresariales*.

Para poder producir bienes o servicios, todas las empresas, tanto pequeñas como grandes, necesitan capital. Los edificios, la maquinaria y otros insumos intermedios que se emplean en el proceso de producción se denominan *capital físico*. Las acciones, los bonos y los

préstamos que se utilizan para financiar la adquisición de capital físico se llaman *capital financiero*.

Daniel L. (2002) explica que las finanzas son un conocimiento eminente cuantitativo y hacen uso intensivo de las matemáticas, pero no son una ciencia exacta ya que no existen adivinos financieros que logren conocer el futuro y que ganen siempre lo esperado en sus inversiones. A pesar de no ser una ciencia exacta, en las empresas se deben tomar decisiones frecuentes que involucran la aplicación de fondos para algún fin: la búsqueda de alternativas para financiarse, invertir, liquidar, adquirir otras empresas, fusionarse. Todas esas decisiones se centran en el área de Finanzas.

Las finanzas corporativas se dirigen concretamente a las decisiones de inversión y financiación que han de adoptar las empresas. Los directores financieros trabajan con otros directivos para identificar oportunidades de inversión, así como para analizar y valorar dichas oportunidades y decidir si invertir o no y en qué medida. Los directivos financieros también tienen que conseguir los recursos financieros para costear las inversiones de la empresa.

1.1.1.1. Objetivos de las finanzas.

Guillermo Dumrauf (2003) indica que las finanzas representan aquella rama de la ciencia económica que se ocupa de todo lo que es concerniente al valor. Se encarga de cómo tomar las mejores decisiones para aumentar la riqueza de los accionistas, esto es, el valor de sus acciones. En el plano empresarial, el ejecutivo financiero debe tomar normalmente dos tipos de decisiones básicas: las decisiones de inversión, relacionadas con la compra de activos, y las decisiones de financiamiento, vinculadas a la obtención de los fondos necesarios para la compra de dichos activos. En el plano personal, también las finanzas enseñan cómo tomar las mejores decisiones, por ejemplo cuando se tiene que solicitar un préstamo o invertir dinero en un activo financiero, o en un emprendimiento pequeño.

El objetivo de las finanzas es maximizar la riqueza de los accionistas. De esta forma, las decisiones de inversión y las decisiones de financiamiento deben agregar a la empresa tanto valor como sea posible. El ejecutivo financiero debe, en última instancia, ocuparse de asignar eficientemente los recursos y orientar todas sus decisiones para aumentar el valor de la riqueza de los accionistas.

1.1.1.2. Finanzas Corporativas.

No existe una definición absoluta sobre el concepto de finanzas corporativas, sin embargo con todo lo que se ha analizado de este tema y lo que citan algunos autores, las finanzas

corporativas es una rama de las finanzas que estudia y se centra en las decisiones que se toman en una empresa para poder crear valor y mantenerlo, usando eficientemente sus recursos financieros.

Ya se habló de que el objetivo de las finanzas es maximizar el valor o la riqueza de los accionistas o propietarios. Dentro de las finanzas corporativas constituye el mismo objetivo.

Graham, Smart y Megginson (2010) explican que las finanzas corporativas ayudan en la práctica para administrar el dinero que fluye dentro y fuera del negocio. En otras palabras sirven para que los directivos financieros tomen mejores decisiones que les permitan dar mayor valor a la empresa y por lo tanto a sus inversionistas.

El ámbito de las finanzas corporativas es muy amplio, como la variedad de trabajos disponibles para personas con formación financiera. De hecho, la gama de actividades a que se dedican los administradores financieros es tan diversa que a veces es un reto para dar una respuesta concisa a la pregunta, "¿Qué hacen los gerentes financieros?". Graham, Smart y Megginson exponen que "La práctica de finanzas corporativas implica cinco funciones básicas, relacionados con:

- Recaudar capital para apoyar operaciones de compañías y programas de inversión, la financiación de la función.
- Gestión de flujo de caja diaria de la empresa, incluidos los pagos a proveedores y recibos de clientes, determinar el óptimo de tenencias de activos a corto plazo como efectivo e inventario y elaboración de planes financieros cortos – y a medio plazo para asegurar que la empresa tenga suficientes recursos financieros para operar – la función de gestión financiera.
- Seleccionar los mejores proyectos en los que invertir los recursos de la empresa, basado en la percepción de riesgo y rentabilidad esperada – la función de presupuestación de capital para cada proyecto.
- Gestión de la exposición de las empresas de riesgo con el fin de mantener las ventajas y desventajas riesgo-rendimiento óptimo y por lo tanto maximizar el valor para los accionistas – la función de administración de riesgo.
- Desarrollo de una estructura de gobierno corporativo capaz de garantizar que los administradores actúan éticamente y de intereses de accionistas – la función de gobierno corporativo." (página 10)

Finanzas corporativas se refiere a los deberes de los administradores financieros en el negocio. Los profesionales del área manejan los asuntos financieros de diferentes tipos de empresas financieras y no financieras, privadas y públicas, grandes y pequeños, que buscan

beneficios y sin fines de lucro. Realizan tareas variadas como presupuesto, previsión financiera, cash management, administración de crédito, análisis de inversiones y compras de fondos. En los últimos años, los ambientes económicos y regulatorios cambiantes han aumentado la importancia y complejidad de las funciones de Director financiero. La globalización de los negocios también ha aumentado la demanda de expertos financieros que pueden acceder y gestionar los riesgos asociados con los tipos de cambio volátil y cambiantes ambientes políticos.

1.1.2. Estructura de capital

Cuando una empresa se crea o expande necesita capital y éste puede provenir de la deuda o del capital contable. La deuda tiene dos ventajas importantes: primero, los intereses son deducibles de impuestos y esto disminuye el costo real, y segundo, los acreedores reciben un rendimiento fijo, de modo que los accionistas no están obligados a compartir las utilidades si la empresa resulta exitosa.

Sin embargo, la deuda también tiene desventajas: primero, cuando más alta sea la razón de endeudamiento más riesgosa será la compañía y, en consecuencia, el costo de la deuda y de capital, segundo, si la situación económica es difícil y si el ingreso de las operaciones no es suficiente para cubrir los cargos por intereses, los accionistas habrán de complementarlo, con el riesgo de quiebra en caso de que no lo logren. Posiblemente se acerquen tiempos mejores, pero el exceso de deuda impedirá a la compañía disfrutarlos y esto puede acabar con los accionistas.

Consecuentemente las compañías con utilidades y flujos de efectivo volátiles procedentes de las operaciones usan poco el endeudamiento. En cambio aceptan más deuda las que están menos expuestas al riesgo y cuyos flujos de efectivos son más estables.

Las fuentes de fondeo provenientes del capital contable por su parte se utilizan para un financiamiento a largo plazo. Representa una participación de propiedad permanente del negocio en el caso de empresas pequeñas y acciones del negocio en el caso de empresas grandes y los accionistas podrían exigir dividendos o una porción de las ganancias anuales. La desventaja principal del financiamiento con capital accionario es la exposición a la disolución de su participación en la propiedad y la posible pérdida de control.

Según Ross, Westerfield y Jordan (2008), la estructura de capital (o estructura financiera) de una empresa es la mezcla específica de deuda a largo plazo y capital que utiliza la organización para financiar sus operaciones. El administrador financiero tiene dos preocupaciones en esta área. En primer lugar, ¿cuánto debe pedir prestado a la empresa?,

es decir ¿qué mezcla de deuda y capital es la mejor? La mezcla elegida afectará tanto al riesgo como al valor de la empresa. En segundo lugar, ¿cuáles son las fuentes de fondos menos costosas para la empresa?.

Por su parte, Ehrhardt y Brigham (2006), afirman que “la estructura de capital es la combinación de capital y deuda que todas las empresas necesitan para apoyar las ventas”. La mayor parte de las compañías procuran que su mezcla de financiamiento se mantenga dentro de cierto nivel de una estructura óptima de capital. Las decisiones relativas a la estructura de capital incluyen la elección de una estructura óptima, el vencimiento promedio de la deuda y las fuentes de financiamiento que se escogen en un momento determinado.

Dumrauf (2003), ha explicado que cuando hablamos de la estructura de capital nos referimos a las proporciones que guardan la deuda y las acciones en el lado derecho del balance. Más precisamente, la estructura de capital se refiere al capital de largo plazo, como las obligaciones (deuda) y acciones que emite una compañía para financiarse. Por lo tanto, cuando nos referimos a ella, incluimos solamente el capital que cumple con los dos siguientes requisitos:

- 1) Permanencia
- 2) Costo

El requisito de permanencia hace que también debamos considerar como parte de la estructura de capital aquella deuda financiera de corto plazo que es de carácter permanente. En cambio, no deben incluirse las deudas comerciales. El término “*capitalización de la empresa*” generalmente se refiere a la suma total compuesta por la deuda de largo plazo, las acciones comunes y acciones preferidas. Mientras que en el mundo de los negocios todas éstas relaciones son descritas en términos de su valor contable, cuando hablamos de estructura de capital siempre nos referimos a la combinación deuda/acciones a valores de mercado.

La teoría de la estructura de capital establece una relación entre la estructura de capital de la empresa y el precio de las acciones y su costo de capital, proporcionando el conocimiento de los beneficios y los costos que trae aparejado el endeudamiento, lo cual ayuda a los directivos financieros a escoger la estructura de capital óptima.

Existen varias diferencias entre financiarse con deuda o con acciones. Desde el punto de vista legal, a los acreedores se les promete rentabilidad, mientras que los accionistas son remunerados con el aumento en el valor de las acciones y con dividendos que están en lo

alto de una rama, pues no hay ninguna imposición legal que obligue a pagar dividendos. Se pueden señalar entonces tres diferencias importantes:

- **Prioridad de pago:** primero se remunera a las obligacionistas, luego a los accionistas
- **Diferencia de riesgo:** como los obligacionistas cobran primero, la deuda es menos riesgosa, a los acreedores u obligacionistas se les promete rentabilidad independientemente de los resultados operativos de la empresa. En cambio, los accionistas no tienen asegurado un cobro de dividendos, por lo cual su riesgo es mayor en consecuencia será mayor el rendimiento que exigirán para invertir en acciones.
- **Efectos impositivos:** los intereses de la deuda son deducibles a los efectos del pago del impuesto de sociedades, mientras que esto no ocurre con los dividendos.

Por lo tanto, todos los autores están de acuerdo que la estructura de capital busca una combinación entre apalancamiento o deuda a largo plazo y capital, que le permita a cualquier compañía financiarse de tal manera que pueda llevar a cabo sus operaciones.

1.1.2.1. Decisiones referentes a la estructura del capital.

Si bien la premisa básica es sencilla de comprender, la estructura de capital óptima es aquella que genere los mejores resultados financieros para cada empresa, es necesario analizar diferentes aspectos de la misma para fundamentar la decisión tomada. Brigham y Houston (2009), listan los siguientes factores que deben analizar al tomar decisiones sobre la estructura de capital:

1. **Estabilidad de las ventas:** Una compañía cuyas ventas sean relativamente estables puede asumir más deuda sin problema y aceptar cargos fijos más altos que otra con ventas inestables. Gracias a una demanda estable, las empresas de servicios públicos siempre han podido utilizar más apalancamiento financiero que las industriales.
2. **Estructura del activo:** Las compañías cuyo activo es adecuado como garantía de préstamos tienden a endeudarse mucho. Los activos de propósito general que pueden utilizar muchas empresas son una buena garantía, no así lo de propósito especial. Por ejemplo, las empresas de bienes raíces suelen tener un gran apalancamiento a diferencia de las compañías que se dedican a la investigación tecnológica.
3. **Apalancamiento de operación:** En igualdad de condiciones, la compañía con menos apalancamiento de este tipo podrá aprovecharlo mejor, puesto que su riesgo de negocios es menor.

4. Tasa de crecimiento: si todo lo demás es igual, las compañías de crecimiento más rápido utilizan más el capital externo. Además, los costos de flotación en la venta de acciones comunes superan los realizados cuando se vende pasivo. Eso hace que estimule las compañías en crecimiento a recurrir más al endeudamiento. Sin embargo, a menudo enfrentan mayor incertidumbre y esto tiende a reducir su disposición a usar la deuda.
5. Rentabilidad: a menudo observamos que las compañías con muy altas tasas de rendimiento sobre la inversión se endeudan poco. Aunque este hecho carece de una justificación teórica, una explicación práctica es que algunas de ellas como Intel, Microsoft y Coca – Cola no necesitan mucho financiamiento de esta clase. Sus elevadas tasas de rendimiento les permiten financiarse casi por completo con fondos generados en su interior.
6. Impuestos: los intereses son un gasto deducible y esto es muy importante para las compañías que pagan altas tasas tributarias. Por tanto, cuanto mayor sea su tasa tributaria, más ventajas les ofrecerá el endeudamiento.
7. Control: El efecto de la deuda comparado con el de las acciones en una posición de control de los ejecutivos puede influir en la estructura del capital. Si tienen el control de la votación (más de 50% de las acciones) pero no están en posibilidades de comprar más acciones, quizá opten por la deuda en los financiamientos futuros. Al contrario, decidirán recurrir al capital si la situación financiera de la compañía es tan débil que correría un gran riesgo de incumplimiento en caso de endeudarse, porque si incumple los ejecutivos seguramente perderán el empleo. En cambio, si utilizan muy poca deuda, corren el riesgo de que la compañía sea adquirida. Así pues, las consideraciones de control pueden llevar a usar deuda o acciones, porque el tipo de capital que mejor los protege variará de una situación a otra. Sea como fuere, si los directivos están muy inseguros, tendrán en cuenta la situación de control.
8. Actitudes de los ejecutivos: Pueden usar el sentido común para seleccionar la estructura de capital idónea, ya que no puede probarse que una estructura generará precios más altos de acciones. Algunos tienden a ser más conservadores y recurren a menos endeudamiento que la empresa promedio de su industria; otros más audaces utilizan mayor deuda en busca de utilidades más altas.
9. Actitudes del prestamista y de la agencia evaluadora: Sin importar el análisis de los ejecutivos sobre los factores de un apalancamiento adecuado, estas actitudes influyen en las decisiones referentes a la estructura financiera. En la

generalidad de los casos la compañía discute su estructura con los prestamistas y las agencias evaluadoras, tomando muy en serio sus recomendaciones.

10. Condiciones del mercado: Las condiciones de los mercados accionario y de bonos experimentan cambios a corto y a largo plazo que pueden incidir profundamente en la estructura óptima de capital así, en un reciente restricción de créditos el mercado de bonos chatarra se agotó sin que hubiera un mercado con una tasa “razonable” de interés para los nuevos bonos a largo plazo clasificados como BBB. Entonces las compañías con una valuación baja que necesitaban capital se vieron obligadas a entrar en el mercado de acciones o al de deuda a corto plazo, sin que les importara su estructura óptima de capital, cuando la situación mejoró vendieron bonos para recuperar su estructura idea.
11. Situación interna de la compañía: Puede influir en la estructura óptima de capital. Supongamos que una empresa acaba de terminar exitosamente un programa de investigación y desarrollo, y que pronostica utilidades más altas en un futuro cercano. Sin embargo, los inversionistas todavía no las prevén y por lo mismo no se reflejan en el precio de las acciones. Esta compañía no querrá emitir acciones: preferiría financiar con deuda hasta que el aumento de las utilidades se materialicen y se reflejen en el precio de las acciones. Después podría vender una emisión de acciones comunes, retirar la deuda y retomar su estructura óptima de capital (página 441).

Todos estos factores que nombran Brigham y Houston son interventores en la toma de decisiones de los ejecutivos. Las empresas pasan por diferentes situaciones y aunque tengan características similares y necesidades que cumplir, tomar las mismas medidas no es lo más factible, debido a que se debe analizar la situación actual de la empresa y buscar la solución idónea que se acoja al cumplimiento de los requerimientos.

1.1.2.2. Estructura óptima de capital.

Ross, Westerfield y Jordan (2008) mencionan que “una empresa tomará prestado porque la protección fiscal por lo intereses es valiosa”. En niveles de deuda más o menos bajos, la probabilidad de quiebra y crisis financiera es baja y el beneficio de la deuda supera el peso del costo. En niveles de deuda muy altos, la posibilidad de una crisis financiera es un problema crónico y continuo para la empresa, por lo que el beneficio del financiamiento mediante deuda podría más que igualar los costos de la crisis financiera. Con base en el

análisis, salta a la vista que existe una estructura óptima de capital en algún punto entre estos extremos.

Por su parte Dumrauf (2003), afirma que el endeudamiento genera ventajas y desventajas. Se sabe que la deuda ahorra impuestos, pero también se sabe que un endeudamiento elevado puede generar dificultades financieras. Cuando aumenta el endeudamiento, las ventajas fiscales elevan el valor de la firma. Más allá de cierto nivel de endeudamiento, aumenta la posibilidad de que se produzcan dificultades financieras y se pierda el escudo fiscal. Consecuentemente, el valor de la empresa se reduce. “Una estructura óptima de capital se alcanza con aquel nivel de endeudamiento donde se compensen el valor del ahorro fiscal esperado con el valor de las dificultades esperadas” (Dumrauf). A este enfoque se le conoce como la teoría del “trade-off”.

La estructura óptima de capital, por lo tanto, es aquella que maximiza el valor de la empresa, y al mismo tiempo, minimiza el costo de capital. Además pretende maximizar el ingreso por acción (UPA) y minimizar los riesgos. Encontrar una estructura óptima de capital requiere de varios factores, entre los más importantes, que el mercado sea perfecto, es decir que se tenga certeza de toda la información incidente en los costos de financiamiento, Por lo tanto, se podría decir que, observando la realidad, el esquema de una estructura óptima de capital se encuentra idealizado. Sin embargo se pueden modelar acercamientos que resultan benéficos para los administradores financieros.

1.1.2.2.1. Función de la deuda en la estructura de capital.

Según Dumrauf (2003), el apalancamiento o *leverage* financiero nos dice que es posible ampliar los rendimientos del capital propio cuando se financia parte del negocio con deuda, cuyo costo es menor al rendimiento del activo.

1.1.2.2.2. Función del Capital en la estructura de capital.

Gitman (2003) expone que el capital son los fondos a largo plazo de una empresa; todos los rubros que aparecen en el lado derecho del balance general de la empresa excepto el pasivo circulante. El capital accionario son los fondos a largo plazo proporcionados por los propietarios de la empresa, es decir, los accionistas.

1.1.3. Fuentes y formas de financiamiento.

El financiamiento según Robert C. Merton (2003), consiste en proporcionar los recursos financieros necesarios para la puesta en marcha, desarrollo y gestión de todo proyecto o actividad económica. Los recursos económicos obtenidos por esta vía deben ser

recuperados durante el plazo y retribuidos a un tipo de interés fijo o variable previamente preestablecido. Cabe mencionar que los recursos propios de la empresa constituyen otra fuente de financiamiento.

Por lo general, los procesos de decisión que tienen lugar dentro de las compañías en relación con los financiamientos interno y externo son diferentes. Para una compañía bien establecida y que no se encuentra en etapa de expansiones importantes que requerirían grandes sumas de fondos, las decisiones de financiamiento son rutinarias y casi automáticas. La política de financiamiento consiste en decidir sobre la política de dividendos (por ejemplo, pagar de manera regular a los accionistas un tercio de sus utilidades como dividendos en efectivo) y mantener una línea de crédito con un banco. Por lo común, el tiempo de administración y esfuerzo requerido para tomar estas decisiones de financiamiento interno y el grado de escrutinio de los gastos planeados son menores que para el financiamiento externo.

Si la compañía recauda fondos de fuentes externas para financiar una expansión importante, el proceso es más complicado y lleva más tiempo. En general, es probable que los proveedores de fondos externos requieran ver planes detallados sobre el uso de los fondos y sea necesario convencerlos de que el proyecto de inversión producirá suficiente efectivo en el futuro para justificar el gasto. Analizarán los planes y tal vez se muestren más escépticos acerca de las perspectivas de éxito que los propios administradores de la compañía. Por consiguiente, el financiamiento externo sujeta los planes de la compañía más directamente a la disciplina del mercado de capital que el financiamiento interno.

1.1.3.1. Mercado de dinero.

Martin Mato (2007), menciona que el mercado de dinero está conformado por los instrumentos de deuda que tienen vencimiento inferior a un año. Algunos de ellos sólo están disponibles para ciertas clases de instituciones financieras, pero muchos son accesibles para todo tipo de inversores.

Los activos negociados en este mercado son:

- Letras del Tesoro
- Pagarés de empresas o papeles comerciales
- Aceptaciones bancarias
- Certificados de depósito
- Repo's (Acuerdos de compra)
- Depósitos y Fondos Gubernamentales.

1.1.3.2. Mercado de capitales.

Es el ámbito donde se negocian una serie de instrumentos financieros genéricamente llamados “Títulos valores” (bonos, acciones, obligaciones negociables y productos derivados). Estos mercados pueden funcionar sin contacto físico, a través de transferencias electrónicas, teléfono o fax.

Los participantes de estos mercados, tales como los *brokers* y los *dealers*, facilitan las compras y las ventas para las dos partes involucradas.

El objetivo del mercado de capitales es conectar unidades excedentarias en fondos con unidades deficitarias (es decir, unidades que ahorran y desahorran, respectivamente), cobrando una comisión por su intervención y determinando los precios justos de los diferentes activos financieros.

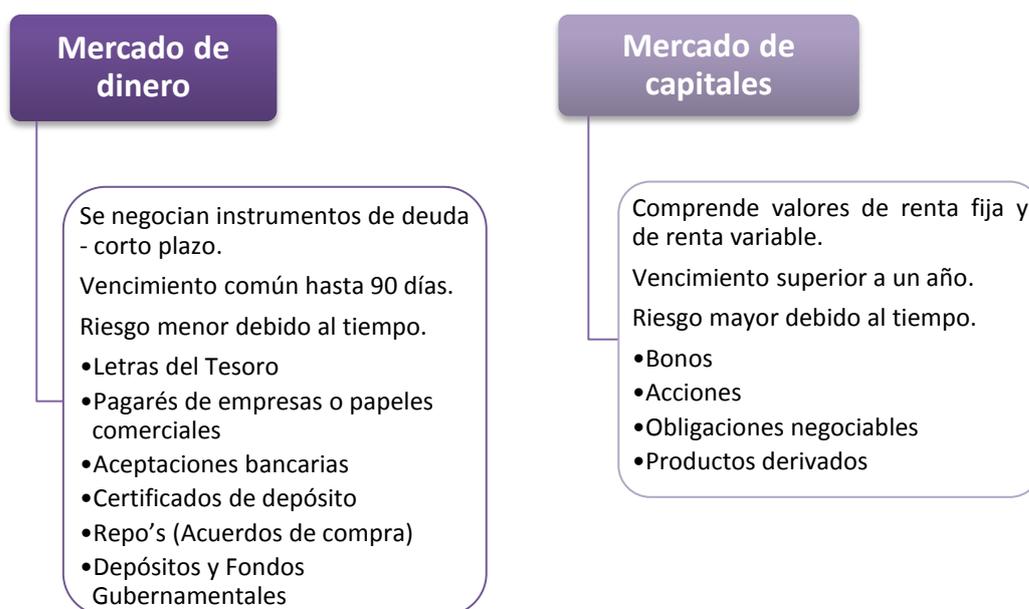


Figura Nº1: Comparación entre mercado de dinero y mercado de capitales.

Fuente: Martín Mato (2007), Mercado de Capitales, los mercados de acciones y bonos en la práctica

Elaborado por: Autoras

1.1.3.3. ¿Por qué las empresas necesitan a los mercados y a las instituciones financieras?.

Brealey, Myers y Marcus (2007) afirman que cuando las empresas necesitan emitir más acciones, es el director financiero quién sabe cómo funcionan los mercados financieros. Si la empresa requiere contratar un préstamo bancario, el director financiero deberá saber cómo funcionan los bancos y otras instituciones financieras, más la decisión de inversión de

capital también exige un profundo conocimiento de los mercados financieros. Se dice que las buenas inversiones son las que incrementan el valor de mercado de las empresas.

1.1.3.4. Mercado financiero.

Los mercados financieros (mercado de capitales) son aquellos en los que se emiten y se negocian títulos. Para las empresas, la Bolsa es probablemente el mercado financiero más importante.

Este es el caso de las acciones; a medida que las empresas crecen, sus necesidades de capital exterior pueden aumentar espectacularmente. Entonces, en algún momento la empresa decide “salir a Bolsa” y emite acciones en un mercado organizado, como la Bolsa de Valores; esa primera emisión se llama oferta pública de venta (OPV). Los compradores de la OPV ayudan a financiar las inversiones de la empresa en activos reales. A cambio de ello, esos compradores se convierten en copropietarios de la empresa y, en el futuro comparten sus éxitos y fracasos.

Las nuevas emisiones de acciones aumentan tanto la cantidad de dinero que posee la empresa como la cantidad de acciones que están en manos del público. A estas emisiones se las denomina emisión primaria, y se vende en el mercado primario. Pero además de ayudar a las empresas a lograr más dinero, los mercados financieros también permiten a los inversores negociar títulos entre sí.

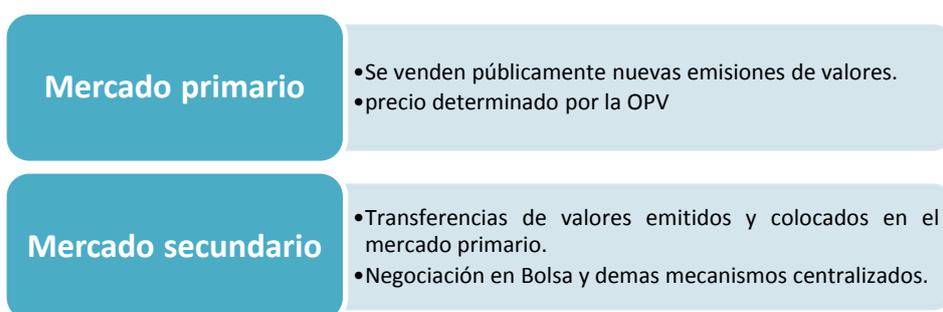


Figura Nº2: Comparación entre mercado primario y mercado secundario.

Fuente: Martín Mato (2007), *Mercado de Capitales, los mercados de acciones y bonos en la práctica*

Elaborado por: Autoras

Martín Mato (2007) nos explica que el mercado primario es aquél donde se venden públicamente nuevas emisiones de valores. El dinero obtenido por la venta de los títulos sirve para financiar al emisor, que puede ser una empresa o el gobierno. Esta colocación inicial de valores suele realizarse a un precio determinado por medio de la OPV.

La colocación también puede realizarse por oferta privada, cuando la venta está dirigida exclusivamente a ciertas personas o instituciones no permitiendo el acceso al resto de público.

Por su parte, el mercado secundario o de transacciones es aquél que comprende las negociaciones y transferencias de valores emitidos y colocados previamente en el mercado primario. La negociación en Bolsa y en los demás mecanismos centralizados constituye por excelencia un mercado secundario.

1.1.3.5. Otros mercados financieros.

Los títulos de deuda también se negocian en los mercados financieros, pero la mayoría se mueven en mercados extrabursátiles y no en las bolsas, sino mediante una red de bancos y de intermediarios.

Las obligaciones son títulos más complejos que las acciones. Las acciones dan derecho a una fracción de la totalidad de la empresa y no tienen vencimiento. Las obligaciones y otros títulos de deuda pueden diferir según el vencimiento, el grado de protección o garantía que ofrece el emisor y la cantidad y el momento de los pagos de los intereses. Algunas obligaciones ofrecen pagos de interés variables, ligadas a los tipos de interés futuros.

La deuda o mercado de renta fija, es complicado y arriesgado. Las empresas no sólo deben decidir entre financiarse con deuda y acciones. También deben considerar el diseño de la deuda.

Los mercados de deuda y activos a largo plazo se denominan **mercados de capitales**. El capital de las empresas es su financiación a largo plazo. Los títulos de corto plazo se negocian en el **mercado de dinero**. La expresión a “corto plazo” significa menos de 1 año. Por ejemplo, las grandes empresas con gran respaldo obtienen financiación a corto plazo emitiendo pagarés financieros o de empresa, que son emisiones de deuda con vencimiento de caso 270 días. Los pagarés financieros se emiten en el mercado de dinero.

1.1.3.6. Intermediarios financieros.

Los intermediarios financieros son organizaciones que obtienen dinero de los inversores y que proporcionan financiación a las personas, a las empresas y a otras organizaciones. Para las empresas, los intermediarios son una fuente importante de financiación. Son un paso en la vía que va desde el ahorro a las inversiones reales. Existen algunas clases de intermediarios; se definirá dos de las más importantes, los fondos de inversión y los fondos de pensiones.

- Los **fondos de inversión** acumulan dinero vendiendo títulos a los inversores. El dinero de los inversores se reúne y se invierte en una cartera de títulos. Se puede vender las participaciones del fondo si se decide retirar la inversión.

Los fondos de inversión ofrecen a los inversores diversificación a bajo coste y una gestión profesional. Para la mayoría de los inversores, resulta más atractivo adquirir un fondo de inversión que poseer una cartera diversificada de acciones y bonos.

- En cambio, **un fondo de pensiones**, es un plan de inversiones organizado por un empleador para pagar las pensiones de sus empleados, no obstante, cualquier inversión puede convertirse en partícipe de un fondo de pensiones a iniciativa propia a través de una gestora o intermediario.

Los fondos de pensiones están diseñados como inversiones a largo plazo. Ofrecen una gestión profesional así como diversificación. También tienen una importante ventaja fiscal: las contribuciones pueden deducirse de los impuestos y el rendimiento de las inversiones en el plan no tributa hasta que se retira el dinero.

1.1.3.7. Las instituciones financieras.

Los bancos y compañías de seguros son instituciones financieras. Las instituciones financieras son intermediarios que no se limitan a reunir e invertir los ahorros. Tienen maneras especiales para obtener financiación, como por ejemplo, aceptando depósitos y vendiendo pólizas de seguros, y ofrecen además otros servicios financieros. A diferencia de los fondos de inversión, no sólo invierten en acciones, sino que también hacen préstamos a personas, a empresas o a otras entidades.

El banco proporciona un servicio. Para cubrir sus costos, impone a sus deudores tipos de interés mayores que los que paga a sus depositantes.

1.1.3.8. Financiación interna y externa.

Cuando se analizan decisiones de estructura de capital, es importante distinguir entre fuentes de fondos internas y externas. El financiamiento interno surge de las operaciones de la empresa. Incluye fuentes como utilidades retenidas, salarios devengados o cuentas por pagar. Por ejemplo, si la empresa obtiene utilidades y las reinvierte en planta y equipos nuevos, esto es financiamiento interno. El financiamiento externo ocurre siempre que los administradores de la compañía tienen que obtener fondos de prestamistas o inversionistas externos. Si una compañía emite bonos o acciones para financiar la compra de planta y equipos nuevos, esto es financiamiento externo.

1.1.3.9. Patrones de financiamiento corporativo.

Según Brealey, Myers y Allen (2010), las empresas invierten en activos de largo plazo (principalmente propiedades, planta y equipo) y capital de trabajo neto.

Las empresas estadounidenses consiguen el dinero para pagar las inversiones de fondos que se genera de forma interna. En otras palabras, este dinero procede de lo que la empresa ha separado como depreciación y de las utilidades retenidas (utilidades no pagadas como dividendos). Las compañías de Estados Unidos no son las únicas en apoyarse fuertemente en sus fondos internos. Los fondos internos constituyen más de dos tercios del finamiento corporativo en Alemania, Japón y el Reino Unido. A los accionistas les gusta que las empresas vuelvan a sembrar este dinero en la empresa, mientras se trate de inversiones con VPN positivos. Cada inversión con VPN aumenta el precio de sus acciones (Brealey et al 2010).

Algunos autores indican que existe una brecha entre el efectivo que se genera internamente en una compañía y el efectivo que necesita. Según Brealey et al (2010) esta brecha se denomina déficit financiero. Para compensarlo, las compañías deben vender más acciones o contraer préstamos, de modo que enfrentan dos decisiones básicas de financiamiento: ¿cuántas utilidades se deben reinvertir en el negocio en lugar de pagarse a los accionistas? Y ¿qué proporción del déficit debe ser financiada con préstamos en lugar de emisión de acciones? Para responder a la primera pregunta, se requiere una política de pago de dividendos y para responder a la segunda, necesita una política de deuda nos indican.

Hemos visto que en promedio los fondos internos (utilidades retenidas más depreciación) cubren la mayor parte de las necesidades de efectivo para inversión. Parece que el financiamiento interno es más conveniente que el financiamiento externo mediante emisiones de acciones o deuda, pero a algunos observadores les preocupa que los administradores puedan tener una visión contraria al financiamiento externo.

Un administrador podría dejar pasar un proyecto riesgoso pero con VPN positivo, si ello exige lanzar una nueva emisión de acciones y enfrentar preguntas difíciles de los posibles inversionistas. Tal vez los administradores adopten la línea de menor resistencia y busquen esquivar la “disciplina de los mercados de capital”.

Con esto no se dice que los administradores no opten por mejores opciones. También hay buenas razones para apoyarse en los fondos generados internamente; por ejemplo se evita el costo de emisión de nuevos valores. Todavía más, el anuncio de una nueva emisión de

capital se suele considerar como una mala noticia para los inversionistas, que se preocupan de que dicha decisión presagie menos utilidades futuras o mayor riesgo. Si las emisiones de acciones son costosas y envían a los inversionistas una señal de que algo anda mal, las compañías pueden justificarse con un análisis cuidadoso de esos proyectos que requerirían una nueva emisión de acciones.

1.1.3.10. *Financiamiento a través de deuda.*

Cuando las compañías consiguen préstamos, prometen hacer pagos regulares de interés y pagar el principal. Sin embargo, esta responsabilidad es limitada. Los accionistas tienen el derecho de dejar de pagar la deuda si están dispuestos a entregar los activos de la corporación a los prestamistas. Es evidente que ellos optarán por esto último si el valor de los activos es menor que el monto de la deuda.

Como a los prestamistas no se les considera dueños de la empresa, normalmente no tienen ningún derecho de voto. Los pagos de interés de la compañía se consideran un costo, por lo que se deducen del ingreso gravable. Así que el interés se paga de ingreso antes de impuestos, mientras que los dividendos sobre las acciones comunes y preferentes se pagan del ingreso después de impuestos. Es decir, el gobierno otorga un subsidio fiscal sobre el uso de la deuda que no se constituye en capital.

La mezcla de valores de deuda que cada compañía emite refleja la respuesta del administrador financiero a varias preguntas:

1. *¿Debe la empresa contraer deuda de corto plazo, o de largo plazo?* Si sólo necesita financiar un incremento temporal en sus inversiones para la temporada navideña, entonces tiene sentido tomar un préstamo bancario de corto plazo, pero supongamos que el dinero se requiere para pagar la ampliación de una refinería de petróleo. Las instalaciones de una refinería pueden operar más o menos continuamente por 15 o 20 años. En este caso, sería más adecuado emitir un bono de largo plazo.

Algunos préstamos se pagan en forma constante, regular; en otros casos, se paga todo el préstamo a su vencimiento. En ocasiones, el prestatario o el prestamista tiene la opción de dar por concluido anticipadamente el préstamo y demandar que se pague de inmediato.

2. *¿Debe la deuda ser de tasa fija o flotante?* El pago de interés, o cupón, sobre los bonos de largo plazo suele ser fijo al momento de la emisión. La mayoría de los préstamos bancarios y algunos bonos ofrecen una tasa variables, o flotante.

3. *¿Debe tomarse el préstamo en dólares, o en alguna otra moneda?* Algunas empresas obtienen préstamos en el extranjero. A menudo pueden obtener los préstamos en dólares en ultramar, pero las empresas con operaciones en ultramar pueden decidir emitir deuda en alguna moneda extranjera. Después de todo, si se necesita gastar moneda extranjera, es probable que sea conveniente contraer el préstamo en esa divisa.
4. *¿Qué promesas deben hacerse al prestamista?* Los prestamistas quieren asegurarse de que su deuda sea tan segura como sea posible. Por lo tanto, pueden demandar que sea prioritaria respecto a otras deudas. En caso de incumplimiento, la *deuda* prioritaria es la primera que se debe pagar. A los tenedores de deuda secundaria, o subordinada, se les paga sólo después de que se han satisfecho a los derechos de todos los tenedores de deuda prioritaria (aunque todos los tenedores de deuda vienen antes que cualquier accionista preferente o común).

La empresa también puede separar algunos de sus activos con el fin específico de proteger a acreedores particulares. Se dice que esta deuda está garantizada, y los activos que se separan se conocen como garantía o colateral. Así, un minorista podría ofrecer su inventario o cuentas por cobrar como colateral de un préstamo bancario, si el minorista deja de pagar su deuda, el banco se puede apoderar del colateral y usarlo para pagar la deuda.

Por lo general, la empresa también ofrece seguridades al prestamista de que usará bien el dinero y no correrá riesgos irrazonables. Por ejemplo, es menos probable que se meta en dificultades una empresa que se endeuda con moderación, que otra que está endeudada hasta el límite. Así que el deudor puede aceptar limitar el monto de deuda extra que puede emitir. A los prestamistas también les preocupa que, si surgen problemas, otros se metan delante de ellos en la fila. Por lo tanto, la empresa puede estar de acuerdo en no crear nueva deuda que sea más prioritaria que la de los tenedores ya existentes, o separar activos para otros prestamistas.

1.1.3.10.1. Tipos de deuda.

Ortega (2009) comenta que la gestión de la deuda constituye un componente fundamental para determinar la estructura financiera de la empresa.

Existe una amplia variedad de títulos de deuda y de sistemas de financiación. Una empresa puede endeudarse a corto o a largo plazo, dependiendo de la partida de activos que se pretenda financiar. En principio, los componentes del activo circulante deben financiarse con deuda a corto plazo, en tanto que las partidas del activo fijo deben financiarse con deuda a

largo plazo, para evitar tener que renovar periódicamente el contrato de préstamo a corto plazo y para que exista una determinada correspondencia entre los flujos de caja generados por la amortización técnica y los flujos de caja destinados al pago de la deuda.

Estudios empíricos realizados por Barclay y Smith (1995), Stohs y Maue (1996) y Guedes y Opler (1996) concluyen que las empresas con buenas oportunidades futuras prefieren deuda a corto plazo en lugar de deuda a largo plazo. El valor de la deuda a corto plazo es mucho menos sensible a los cambios en las estrategias de inversión que la deuda a largo plazo. El principal inconveniente de la deuda a corto plazo, es que inesperadas subidas de los tipos de interés pueden llevar a la empresa a una situación de insolvencia.

Otra decisión que debe adoptar el directivo de la empresa es si la deuda debe ser a interés fijo o a interés variable. El tipo de interés fijo tiene la ventaja de que se conoce con seguridad los pagos a realizar durante toda la vida del préstamo, pero tiene el inconveniente de que el tipo de interés es más elevado a un tipo de interés variable. La mayoría de los préstamos bancarios ofrecen un tipo de interés variable referenciado, si se trata de operaciones internacionales, por LIBOR (London Inter Bank Offered Rate), que es el tipo de interés al cual se prestan dinero entre sí los principales bancos internacionales. Cuando cambia el LIBOR también cambia el tipo de interés del préstamo.

1.1.3.10.2. Estructura a plazo de las tasas de interés.

Los administradores financieros que busquen una medida rápida e informativa de las tasas de interés sólo tienen que leer la sección sobre rendimiento al vencimiento de los bonos gubernamentales en los periódicos financieros. También pueden consultar la curva del rendimiento, que resume la variación del rendimiento de los bonos con relación a su vencimiento. En este sentido, los administradores podrían hacer generalizaciones como: “La tasa de interés (es decir, el rendimiento) sobre un préstamo a cinco años es de cinco por ciento”.

El rendimiento al vencimiento es un equivalente del rendimiento que piden los inversionistas en bonos. Es un promedio de las tasas *spot*¹; como tal, podría ocultar información valiosa. Para entender por qué los bonos se venden a precios diferentes, tiene que profundizar y examinar por separado las tasas de interés de los flujos de efectivo a un año, dos años y así sucesivamente. En otras palabras, tiene que analizar las tasas de interés *spot*.

¹ Tipo de cambio que se aplica en las compras inmediatas de divisas

1.1.3.10.3. Descripción de la estructura de plazos en las tasas de interés.

Las tasas de interés de largo plazo suelen ser más altas que las de corto plazo. Esta estructura es la más común, aunque a veces se presenta una relación inversa cuando las tasas de corto plazo son más altas que las de largo plazo.

La teoría de las expectativas de la estructura a plazos establece que, en equilibrio la tasas de interés *forward*² es igual a la tasas *spot* a un año esperada. La teoría implica que la única explicación de una estructura a plazos con pendiente positiva es que los inversionistas esperan que aumenten las tasas de interés de corto plazo; por el contrario, la única explicación de una estructura con pendiente negativa es que los inversionistas esperan que las tasas de corto plazo disminuyan. La teoría de las expectativas también señala que una inversión en una serie de bonos de corto plazo es equivalente al rendimiento esperado de otra inversión en bonos de largo plazo.

Si las tasas de interés de corto plazo son mucho menores que las de largo plazo, resulta más tentador endeudarse a corto plazo. La teoría de las expectativas muestra que tales estrategias ingenuas no funcionarían: si las tasas de corto plazo son menores que las de largo plazo, es porque los inversionistas esperan que suban las tasas de interés. Cuando la estructura de plazos tiene pendiente positiva, la posibilidad de que gane dinero mediante el endeudamiento a corto plazo depende de que los inversionistas hayan sobrestimado los incrementos futuros en las tasas de interés.

1.1.3.11. Financiamiento a través de bonos.

Brealey, Myres y Allen (2010) indican que una nueva inversión en planta y equipo necesita capital; a menudo gran cantidad. A veces las empresas retienen utilidades para cubrir los costos de las inversiones, pero en otras ocasiones deben obtener capital adicional de los inversionistas. Si deciden no emitir más acciones ordinarias se debe conseguir financiamiento. Si necesitan capital de corto plazo podrían obtener un préstamo bancario, pero si necesitan efectivo para inversiones de largo plazo, por lo general emiten bonos, que de hecho son préstamos de largo plazo.

Los precios de los bonos varían conforme cambian las tasas de interés. Una tasa de interés más baja ocasiona que el precio del bono sea más alto. Adviértase que conforme los rendimientos disminuyen, los precios de los bonos aumentan. Cuando el rendimiento es igual al cupón, el precio del bono es igual a su valor nominal. Cuando el rendimiento es menor, el bono se vende con prima.

² Tasa de interés para un período de tiempo futuro denomina también tipo a plazo

Los inversionistas en bonos cruzan los dedos para que las tasas de interés de mercado sean menores, a fin de que el precio de sus títulos aumente. Si no tiene suerte y las tasas de interés aumentan, el valor de su inversión será menor. Es probable que cualquier cambio de este tipo en tasas de interés acarree efectos mínimos sobre el valor de los flujos de efectivo de corto plazo, pero tales efectos serían significativos sobre los flujos más distantes. De este modo, las fluctuaciones en las tasas de interés afectan más a los precios de los bonos de largo plazo que a los de corto plazo. Sin duda la variabilidad en las tasas de interés de los bonos tiene un efecto en el costo de la deuda para las empresas, ya que los inversionistas en bonos tratarán de protegerse ante el riesgo de una eventual dismunición en las tasas.

1.1.3.11.1. Duración y volatilidad.

Los analistas de bonos utilizan el término duración para referirse al periodo promedio de cada pago. La volatilidad de un bono se relaciona en forma directa con su duración. La volatilidad de cada bono es la pendiente de la línea que relaciona el precio del bono con la tasa de interés.

La volatilidad mide el efecto de las fluctuaciones en las tasas de interés sobre los precios de los bonos.

1.1.3.12. Financiamiento a través de capital accionario.

Brealey, Myers y Marcus (2007) indican que cuando las empresas necesitan dinero, emiten **acciones ordinarias**. Lo más común es que, para comercializarlas, acudan a los servicios de grandes firmas de banca, como es el caso en los Estados Unidos, de Merrill Lynch o Goldman Sachs, entre otras. Las ventas de las nuevas acciones de las empresas se realizan en el mercado primario.

Las grandes empresas hacen que sus títulos coticen en la Bolsa para que los accionistas puedan negociarse entre sí. En realidad la Bolsa es un mercado de acciones de segunda mano, pero prefieren denominarse mercados secundarios, lo que les da mucha más importancia.

Las dos grandes Bolsas de los Estados Unidos son las de Nueva York (New York Stock Exchange, NYSE) y el mercado NASDAQ. El NYSE es un ejemplo de mercado de subastas. El NASDAQ, por el contrario, funciona como mercado de intermediarios. El NASDAQ tiene una pantalla en la que los inversores pueden ver los precios a los que los distintos intermediarios están dispuestos a negociar. Si el precio es satisfactorio, el inversor simplemente llega a un acuerdo con el intermediario.

Por supuesto, en muchos otros países también hay Bolsas. Algunas son a pequeña escala, como la Bolsa de Dar es Salaam en Tanzania, en la que sólo se negocian acciones de seis empresas. Otras como las de Londres, Tokio y Frankfurt negocian acciones como mercados de subastas. Sin embargo, el subastador en estas Bolsas no es un especialista, sino un ordenador que une las mejores ofertas de compra venta de acciones. Esto significa que no hay nadie que haga sonar una campana y se empiece a negociar. En los últimos años se han formado en los Estados Unidos subastas de mercado electrónicas. Estas redes de comunicaciones electrónicas (también denominadas ECN) han captado, de forma creciente, acciones de empresas de las Bolsas tradicionales.

En nuestro país se cuenta con la Bolsa de Valores de Quito y la Bolsa de Valores de Guayaquil. La negociación de cada acción está a cargo de un especialista, que actúa como un subastador. Este especialista es el responsable de que esas acciones se compren por los inversores dispuestos a pagar los precios más altos, y, que las vendan a los inversores deseosos de aceptar los precios más bajos.

Es preciso tomar en cuenta las siguientes definiciones:

- Valor contable: recoge lo que la empresa ha pagado por sus activos, menos una deducción por amortización. No refleja el verdadero valor de las empresas.
- Valor de liquidación: es el dinero que la empresa podría obtener si vendiera todos sus activos y pagara todas sus deudas. No refleja el valor de una empresa con éxito en pleno funcionamiento.
- Valor de mercado: es la cantidad que los inversores están dispuestos a pagar por las acciones de la empresa. Esto depende de la capacidad para generar ganancias que tienen los activos de hoy y la rentabilidad esperada de las inversiones futuras.

1.1.3.12.1. Algunas características de las acciones comunes y preferentes.

Ross, Westerfield y Jordan (2008) presentan un análisis de las características de las acciones comunes enfocadas en los derechos del accionista y el pago de dividendos. En lo que concierne a la acción preferente, explican qué significa “preferente” y analizan si este tipo de acción es una deuda o capital accionario.

1.1.3.12.1.1. Características de la acción común.

El término acción común tiene diferentes significados para distintas personas, pero en general se aplica a la acción que no tiene una preferencia especial, ya sea al recibir los dividendos o en caso de quiebra.

- **Derechos del accionista**

La estructura conceptual de la corporación asume que los accionistas eligen directores que, a su vez, contratan una administración que pone en práctica sus directrices. Por lo tanto, los accionistas controlan a la corporación por el derecho de elegir a los directores. En general, sólo los accionistas tienen este derecho.

La idea general es “una acción un voto” (y no un accionista un voto). La democracia corporativa es, en consecuencia, muy diferente de la democracia política. En la democracia corporativa la “regla de oro” prevalece de manera absoluta.

Los directores se eligen durante una reunión anual de accionistas mediante el voto de la mayoría de los accionistas que están presentes y tienen derecho a voto. Sin embargo, el mecanismo exacto para elegir directores difiere entre empresas. La distinción más importante es si las acciones, deben votarse de modo acumulado o directo.

El efecto de la votación acumulada es permitir una participación minoritaria. Si se admite la participación acumulada, primero se determina el número total de votos que pueden emitir cada accionista. En general se calcula como el número de acciones (propias o controladas) multiplicado por el número de directores a elegir.

Con la votación acumulada todos los directores se eligen a la vez. En el ejemplo, lo anterior significa que los cuatro que obtengan más votos serán los nuevos directores. Sin embargo un accionista puede distribuir sus votos como desee.

La votación directa puede “congelar” a los accionistas minoritarios; por eso muchos estados de la Unión Americana tienen una votación acumulada obligatoria. En los estados donde la votación acumulada es obligatoria, se han creado los dispositivos para minimizar sus repercusiones.

En general, el escalonamiento tiene dos efectos básicos:

1. Dificulta que una minoría elija un director cuando se acumula porque hay menos directores por elegir a la vez.
2. Es menos probable que tenga éxito un intento de toma de control porque dificulta votar por una mayoría de directores nuevos.

Se debe tener en cuenta, que el escalonamiento podría funcionar para propósitos benéficos. Proporciona “memoria institucional”, es decir, continuidad en el consejo de administración. Lo anterior podría ser importante para corporaciones con planes y proyectos importantes a largo plazo.

- **Votación por poder**

Un poder es el otorgamiento de autoridad por parte de un accionista a alguien más para votar sus acciones. Por conveniencia, gran parte de la votación en corporaciones públicas grandes se realiza por poder.

Como se ha visto, en la votación directa cada acción tiene un voto. El propietario de 10000 acciones tiene 10000 votos. Las empresas grandes tienen cientos de miles o incluso millones de accionistas que pueden asistir a la reunión anual y votar en persona o transferir su derecho para que otra persona vote.

Como es obvio, la administración siempre busca que se le transfiera la mayor cantidad posible de poderes. Sin embargo, si los accionistas no están satisfechos con la administración, un grupo de accionistas “externos” buscaría obtener los votos por medio del poder. Pueden votar por poder en un intento por reemplazar la gerencia mediante la elección de suficientes directores. La pugna resultante se conoce como *lucha por la representatividad*.

- **Otros derechos**

El valor de una acción común es una corporación se relaciona de manera directa con los derechos generales de los accionistas. Además del derecho a votar por los directores, los accionistas tienen, en forma habitual, los siguientes derechos:

1. El derecho de compartir en forma proporcional los dividendos pagados.
2. El derecho de compartir en forma proporcional los activos restantes después de pagar los pasivos en una liquidación.
3. El derecho de votar sobre temas de gran importancia de los accionistas, como una fusión de empresas. En general, la votación se realiza durante una reunión anual o especial.

Además los accionistas, a veces tienen el derecho de compartir en forma proporcional cualquier acción nueva vendida. Se llama *derecho de propiedad*.

En esencia, un derecho de prioridad significa que una empresa que desea vender una acción, primero debe ofrecerla a los accionistas existentes antes que al público en general.

La finalidad es darle al accionista la oportunidad de proteger su propiedad proporcional en la corporación.

- **Dividendos**

Una característica distintiva de las corporaciones es que tiene acciones sobre las cuales, por ley, se les autoriza pagar dividendos a sus accionistas. Los dividendos que se les paga a los accionistas representan un rendimiento del capital con el que éstos contribuyeron con la corporación de manera directa o indirecta. El pago de dividendos se hace a voluntad del consejo de administración.

Algunas características importantes de los dividendos incluyen:

1. A menos que el consejo de administración de una corporación decrete un dividendo, no es un pasivo de ésta. A una corporación no se le puede acusar de incumplimiento sobre un dividendo no decretado. El monto del dividendo e incluso si se paga son decisiones basadas en el criterio empresarial del consejo de administración.
2. El pago de dividendos por parte de la corporación no es un gasto del negocio. Los dividendos no se deducen para propósitos fiscales de la corporación. En pocas palabras, los dividendos provienen de las utilidades después de impuestos de la corporación.
3. Los dividendos que reciben los accionistas de manera individual son gravables.

1.1.3.12.1.2. Características de la acción preferente.

La acción preferente difiere de la común porque tiene preferencia sobre la acción común en cuanto al pago de dividendos y, en el caso de liquidación, sobre la distribución de los activos de la corporación. *Preferencia* sólo significa que los accionistas de las acciones preferentes deben recibir un dividendo (en el caso de una empresa constante) antes que los propietarios de acciones comunes tengan derecho a algo.

Desde un punto de vista legal y fiscal, una acción preferente es una forma de capital accionario. No obstante, es importante tomar en cuenta que los propietarios de una acción preferente a veces no tienen privilegios de votación.

- **Valor declarado**

Las acciones preferentes tienen un valor de liquidación declarado, por lo general de 100 dólares por acción. El dividendo en efectivo se describe en términos de dólares por acción.

Por ejemplo, General Motors traduce con facilidad “preferente de 5 dólares” en un rendimiento del dividendo de 5% del valor declarado.

- **Dividendos acumulados y no acumulados**

Un dividendo preferente no es como un interés sobre un bono. El consejo de administración puede decidir no pagar dividendos sobre acciones preferentes, y esto no tiene nada que ver con la utilidad neta actual de la corporación.

Los dividendos pagaderos sobre una acción preferente son *acumulados o no acumulados*; la mayoría son acumulados. Si los dividendos preferentes son acumulados y no se pagan en un año en particular, se transferirán como dividendos *atrasados*. Por lo general, los dividendos preferentes acumulados (anteriores) y los dividendos preferentes actuales se deben pagar antes de que los accionistas ordinarios puedan recibir algo.

Los dividendos preferentes no pagados no son deuda de la empresa. Los directores que eligen los accionistas ordinarios pueden aplazar en forma indefinida los dividendos preferentes. No obstante, en estos casos los accionistas ordinarios también deben renunciar a los dividendos. Además, los propietarios de acciones preferentes con frecuencia tienen derecho a votar, además de otros derechos, si los dividendos preferentes no se han pagado durante cierto tiempo. Por ejemplo, en el verano de 1996, US Air no había pagado seis trimestres de dividendos de una de sus emisiones de acciones preferentes. En consecuencia, a los accionistas se les permitió nominar a dos personas para que representaran sus intereses en el consejo de administración de la aerolínea. Como los accionistas preferentes no reciben intereses sobre los dividendos acumulados, algunos argumentan que las empresas tienen un incentivo para demorar el pago de los dividendos preferentes, pero, como se ha visto, ello podría significar compartir el control con los accionistas preferentes.

- **¿Una acción preferente es una deuda?**

Que una acción preferente en realidad es una deuda disfrazada, una especie de bono de participación, constituye un buen caso para discutir. Los accionistas preferentes sólo reciben un dividendo declarado y, en caso de que se liquidara la corporación, obtienen un valor declarado. Con frecuencia, las acciones preferentes implican clasificaciones de créditos muy parecidas a los bonos. Además, la acción preferente suele convertirse en una acción común y las acciones preferentes a menudo son redimibles.

Además, muchas emisiones de una acción preferente crea de manera efectiva un rendimiento final porque significa que, en última instancia, se retirará toda la emisión. Por

este motivo, la acción preferente es muy parecida a una deuda. Sin embargo, para efectos fiscales, los dividendos preferentes se manejan como dividendos de acciones comunes.

1.1.3.13. Costo de capital.

El costo de capital se centra en cómo se perciben los rendimientos arriesgados por comprar valores desde el punto de vista, por ejemplo, de un accionista de la empresa. Ross *et al* (2010) indica que el costo de capital depende del uso de los fondos, no de su origen Y que es un error común olvidar este punto crucial y caer en la trampa de pensar que el costo de capital de una inversión depende sobre todo de dónde se obtiene el capital.

Para analizar el costo de capital y el costo promedio ponderado de capital se deben definir dos términos importantes:

- Costo de capital accionario: Este costo es el rendimiento que los inversionistas de capital accionario requieren por su inversión en la empresa.
- Costo de la deuda: Es el rendimiento que los acreedores de una empresa piden por nuevos préstamos.

A diferencia del costo del capital accionario de la compañía, el costo de la deuda de ésta se observa directa o indirectamente: el costo de la deuda es simplemente la tasa de interés que la empresa debe pagar por nuevos préstamos y es posible consultar las tasas de interés de los mercados financieros.

1.1.3.13.1. Costo promedio ponderado de capital.

Este costo es el promedio ponderado del costo del capital accionario y el costo de la deuda después de impuestos, CPPC.

Emery, Finnerty y Stowe (2000) expresan que se puede describir en términos de tasas de financiamiento; por lo tanto, siempre puede representarse como el costo promedio ponderado de los componentes de cualquier paquete de financiamiento que permita emprender un proyecto.

El costo de capital es el rendimiento que un grupo de inversionistas requiere para correr el riesgo del proyecto, pero los inversionistas pueden compartir la carga de ese riesgo de cualquier manera en la que estén de acuerdo. En un entorno de mercados de capital perfecto, cada inversionista requerirá el rendimiento justo por la cantidad de riesgo corrido. No obstante, el promedio siempre será el mismo, sean cuales sean los componentes.

Ciertas imperfecciones del mercado de capital, como los impuestos asimétricos, la información asimétrica y los costos de transacción, podrían hacer que el paquete afecte el costos promedio.

1.1.3.14. Riesgo financiero.

Brigham y Houston (2009), definen el riesgo financiero como aquel adicional que se asigna a los tenedores de acciones comunes luego de decidir financiarse mediante endeudamiento.

En teoría existe cierto riesgo propio de las actividades de la empresa: es el riesgo de negocios, que se define como la incertidumbre de las proyecciones referentes al ingreso futuro de las operaciones. Si una empresa recurre al endeudamiento (apalancamiento financiero), concentrará el riesgo de negocios en los tenedores de acciones comunes. Si la compañía se capitaliza exclusivamente con capital y si cada inversionista compra 10% de las acciones, todos participan en el riesgo de negocios en la misma proporción. Pero si se capitaliza con un 50% de deuda y con 50% de capital accionario: cinco de ellos aportan capital en forma de deuda y los cinco restantes, en forma de capital. En este caso los cinco últimos tendrán que asumir todo el riesgo de negocios; así que las acciones comunes tendrán el doble de riesgo que en el caso de que la compañía se hubiera financiado con sólo capital. Por tanto, el uso de deuda, o apalancamiento financiero, concentra el riesgo de negocios en los accionistas. Esta concentración se debe a que los que reciben un pago fijo de intereses no asumen ningún riesgo de negocios.

El riesgo de negocios depende de varios factores, algunos de los más importantes se incluyen enseguida:

1. Variabilidad de la demanda: En igualdad de circunstancias, cuanto más estable sea la demanda de los productos de una compañía, más pequeño será el riesgo de negocios.
2. Variabilidad de los precios de venta: Las empresas cuyos productos se venden en mercados muy volátiles están expuestas a mayor riesgo que aquellas cuyos productos tienen precios más estables.
3. Variabilidad del costo de insumos: Existe un alto riesgo cuando el costo de los insumos es sumamente incierto.
4. Capacidad de ajustar los precios de los productos a las fluctuaciones del costo de los insumos: Algunas compañías están en mejores condiciones de elevar los precios de sus productos cuando aumenta el costo de los insumos. Cuanto mayor sea la capacidad de hacerlo, menor será el riesgo.

5. Capacidad de desarrollar productos nuevos en forma oportuna y rentable: Las empresas en industrias de alta tecnología como la farmacéutica y la de la computación requieren un flujo constante de productos nuevos. Un mayor riesgo corresponde a una obsolescencia más rápida.
6. Exposición al riesgo internacional: Las compañías que generan un alto porcentaje de sus utilidades en el extranjero están sujetas a que éstas disminuyan debido a las fluctuaciones del tipo de cambio. Además, correrán riesgos políticos si operan en una región de poca estabilidad.
7. Grado que los costos son fijos: Apalancamiento de operación: Habrá un alto riesgo de negocios si un gran porcentaje de los costos es fijo y por lo mismo no disminuye al caer la demanda. (Brigham yHouston, 2009)

1.1.3.15. Relación entre riesgo y rendimiento.

Las inversiones menos riesgosas son las letras del Tesoro nacional. Como el rendimiento de éstas es fijo, no resulta afectado por lo que le suceda al mercado. En otras palabras, las letras del Tesoro tienen una beta de 0. Así mismo, se considera una inversión mucho más riesgosa: el portafolio del mercado de acciones ordinarias, que tiene un riesgo de mercado promedio: su beta es de 1.0.

Los inversionistas inteligentes no asumen riesgos únicamente por diversión. Están jugando con dinero real. Por lo tanto, demandan un rendimiento más alto del portafolio del mercado que de las letras del Tesoro. La diferencia entre el rendimiento de mercado y la tasa de interés se denomina *prima de riesgo del mercado*.

A mediados de los años sesenta, tres economistas – William Sharpe, John Lintner y Jack Treynor – dieron una respuesta a la pregunta “¿Cuál es la prima de riesgo esperada cuando la beta no es 0 ni 1?”, que se conoce como **Modelo de valuación de activos de capital** o **CAPM**. Lo que muestra el modelo es sorprendente y sencillo a la vez. En un mercado competitivo, la prima de riesgo esperada varía con proporción directa con la beta, la misma que significa el riesgo financiero que tiene la empresa frente a las demás en el mercado. Esto significa que todas las inversiones deben situarse a lo largo de la línea del mercado de valores. La prima de riesgo esperada de una inversión que tiene una beta de .5, por ende la mitad de la prima de riesgo esperada del mercado; la prima de riesgo esperada de una inversión con una beta de 2.0 es el doble de la prima de riesgo esperada de mercado.

Se muestra la relación como:

Prima de riesgo esperada de la acción = beta × prima de riesgo esperada del mercado

$$r - r_f = \beta (r_m - r_f)$$

1.1.4. Caracterización de las empresas a las que se aplican las finanzas corporativas.

1.1.4.1. ¿Qué es una corporación?

Brealey, Myers y Allen (2010), sostienen que no todas las empresas son corporaciones. Las pequeñas empresa pueden ser propiedad de una sola persona, quien también las dirige. Éstas son llamadas *empresas de un propietario individual*. En otros casos, varias personas se unen para establecer y administrar una *sociedad*.

En general casi todas las empresas grandes o medianas del mundo están organizadas como corporaciones (sociedades anónimas). Por ejemplo, Boeing, Bank of America, Microsoft y General Electric son corporaciones estadounidenses. También lo son British Petroleum, Unilever, Nestlé y Volkswagen, en Europa, y Sony en Japón. Corporación La Favorita, Holcim, Pronaca, y Adelca en nuestro país. En cada caso, la empresa es propiedad de varios accionistas con participación en el negocio.

Cuando se establece una corporación, sus acciones pueden estar en manos de un grupo pequeño de inversionistas, tal vez los administradores de la compañía más algunos patrocinadores. En este caso, las acciones no se venden al público y la compañía es cerrada. Con el tiempo, si la empresa crece y se emiten nuevas acciones para reunir capital, estas acciones salen a la oferta pública. La empresa se convierte en una compañía pública.

Al organizarse como corporación, una empresa atrae a una amplia gama de inversionistas. Algunos son dueños de una participación única que vale poco dinero, tienen un solo voto y reciben una proporción diminuta de ganancias y dividendos. Entre los accionistas también puede haber gigantescos fondos de pensión y compañías aseguradoras con inversiones de millones de acciones y de dinero que, por consiguiente, tienen derecho a muchos votos y a una gran proporción de ganancias y dividendos.

Aunque los accionistas son los dueños de la corporación no la administran, sino que votan para elegir a un *consejo de administración*, cuyos miembros pueden ser altos ejecutivos de la empresa, pero otros son directores no ejecutivos, es decir, no trabajan en la empresa. El consejo de administración representa a los accionistas, designa a quienes ocupan los puestos altos y vigila que los administradores actúen en beneficios de los intereses de los accionistas.

Esta *separación entre propiedad y administración* da permanencia a las corporaciones. Si un administrador renuncia o lo despiden, la corporación sobrevive; y los accionistas de hoy pueden vender todas sus acciones a nuevos inversionistas sin trastornar las operaciones del negocio.

A diferencia de las sociedades de personas y de las empresas de un propietario individual, las corporaciones tienen una responsabilidad limitada, lo cual significa que los accionistas no se hacen responsables de forma personal de las deudas de la empresa. Los accionistas corren el riesgo de perder toda la inversión pero nada más.

Aunque una corporación sea propiedad de sus accionistas, legalmente está separada de ellos. Se basa en *escrituras y estatutos* que fijan los propósitos de la empresa, cuántas acciones se pueden emitir, cuántos directivos se nombran, etc. Estas escrituras y estatutos deben apegarse a las leyes de la localidad en que se registró la empresa.

Debido a que una corporación está separada de sus accionistas, puede hacer cosas que están vedadas a las sociedades de personas y empresas de propietarios individuales. Por ejemplo, puede recaudar dinero vendiendo acciones a inversionistas y volver a comprarlas. Una corporación puede hacer una compra hostil de otra y luego fusionar en una a ambas empresas.

También hay desventajas de organizarse como corporación. Gobernar la maquinaria legal de una corporación y comunicarse con los accionistas es una labor que requiere mucho tiempo y dinero. Las corporaciones pagan impuestos sobre sus ganancias y, además los accionistas pagan impuestos sobre los dividendos que reciban de la compañía. Para no gravar dos veces el mismo ingreso, en otros países se acredita a los accionistas por lo menos parte de los impuestos de la compañía ya pagó. En el caso Ecuatoriano, el Servicio de Rentas Internas (SRI) tiene controlado esta situación, debido a que dentro de su normativa establece que no se pagará doble impuesto en las sociedades. A través de una tabla establecida por el SRI se declara anualmente el impuesto a la renta, el cual le corresponde a las sociedades pagar un porcentaje y a los accionistas otro, de forma que no se genere el pago de un doble impuesto por parte del mismo contribuyente.

1.1.4.2. Análisis global de empresas ecuatorianas.

El desempeño de las empresas se relaciona con la evolución de la economía a nivel local e internacional por lo que un análisis de la situación macroeconómica ayuda a poner en contexto la situación y los resultados del sector privado. Además una evaluación general

sobre el estado de la población proporciona una mejor comprensión sobre las condiciones de la demanda. (Revista EKOS 2013).

La revista Ekos presenta un análisis sobre el rendimiento empresarial ecuatoriano. Según el Balance preliminar de las economías de América Latina y El Caribe elaborado por la ONU (Organización de las Naciones Unidas), el contexto internacional en el que las empresas sedes envolvió en 2012 estuvo marcado por un debilitamiento debido al bajo rendimiento de un amplio número de países europeos desarrollados como España, Italia y Portugal.

Según la CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) la situación para Latinoamérica mostró diferencia por el patrón de especialización regional y las políticas que se aplicaron para el 2012. Se muestra un crecimiento del PIB de la región en el 3,1%, casi un punto más que el crecimiento mundial; una reducción del desempleo del 6,4% en el 2012.

Ecuador, por su parte presentó indicadores económicos favorables como un crecimiento del 5% en su PIB real. El sector de construcción fue el que más creció, seguido de la acuicultura y pesca. En cuanto a las exportaciones, se evidenció una variación positiva de 6,85%.

Dentro de la producción nacional, según el Banco Central del Ecuador, la actividad que más aporta a la economía es la manufactura con una participación del 12% del PIB, seguido del comercio con 10,6% y la construcción con 10,31%.

Considerar un análisis general sobre el comportamiento de las empresas más grandes y cuál es su representación permite visualizar la importancia que tienen sobre el aparato productivo. Además, comprar los resultados con el Producto Interno Bruto permite ver cómo se encuentra el comportamiento del sector empresarial en relación a las fluctuaciones nacionales.

El crecimiento de la economía ecuatoriana observado en los 10 años, caracterizado principalmente por la estabilidad monetaria y cambiaria que conlleva la dolarización, el crecimiento del gasto e inversión pública y el aumento sostenido de los depósitos que ha empujado al crédito en el sistema financiero, han generado un aumento en el consumo de los hogares, que se ve reflejado en los altos niveles de la actividad económica como se debe constatar en los Índices Ekos de Actividad (Revista Ekos) y en los resultados de las empresas que componen la economía ecuatoriana.

Los ingresos de las empresas con facturación superior USD 100 mil pasaron de USD 123,1 mil millones en el 2011, a USD 133,5 mil millones en 2012, lo que representa la tasa de crecimiento anual del 8,5%. Del total de ingresos reportado en 2012, el 54,6% se encuentra

repartido en 1000 empresas privadas más grandes, lo que demuestra una concentración de moderada a alta en la distribución del sector empresarial ecuatoriano.

Fausto Maldonado y Víctor Zabala (2013) al analizar las 1000 empresas más grandes aportan que 765 de ellas reportaron un incremento en sus ingresos entre 2011 y 2012, cifra inferior a las 810 empresas que crecieron en 2011 respecto al año previo 2010.

1.1.5. Teorías aplicables a la estructura de capital.

1.1.5.1. Teoría de la estructura de capital.

La teoría moderna nació en 1958, cuando los profesores Franco Modigliani y Merton Miller publicaron lo que se cataloga como el artículo de finanzas más influyente de todos los tiempos, Eugene F. Brigham and Joel Houston (2005). Con unas cuantas suposiciones demostraron que la estructura de capital no influye en el valor de una empresa. Dicho de otra manera, sus resultados indican que no importa cómo financie sus operaciones; así que la estructura de capital carece de importancia. No obstante, su estudio se basaba en algunas suposiciones poco realistas, como las siguientes:

1. No hay costos de corretaje.
2. No hay impuestos.
3. La quiebra no tiene costos.
4. Los inversionistas pueden obtener préstamos a la misma tasa que las empresas.
5. Todos los inversionistas poseen la misma información que los ejecutivos respecto a las oportunidades futuras de inversión.
6. Las utilidades antes de intereses e impuestos no se ven afectadas por el uso de endeudamiento.

El resultado de la irrelevancia es extremadamente importante, pese a que algunas de las suposiciones anteriores son, claro, irrealistas. Al indicar las condiciones en que la estructura de capital es irrelevante, la teoría de Modigliani y Miller nos da pistas sobre lo que se requiere para que la estructura sea relevante y, por lo tanto, afecte al valor de la empresa. El trabajo de Modigliani y Miller procuró ante todo flexibilizar las suposiciones de su teoría a fin de formular una teoría más realista de la estructura de capital.

Pazos (2008) explica que según Modigliani y Miller (1958), bajo determinadas hipótesis, el costo de capital medio ponderado y el valor de la empresa son totalmente independientes de la composición de la estructura de capital, es decir, de su apalancamiento financiero. Por tanto, Modigliani y Miller en 1958 niegan la existencia de una ECO, idea indiscutible hasta aquella fecha (teoría de la irrelevancia)

$$V_u = V_L$$

Siendo,

V_u = valor de la empresa sin deuda

V_L = valor de la empresa con deuda

La hipótesis de partida que sustentaban esta afirmación eran muy estrictas y no se ajustaban a la realidad, por lo que, posteriormente, tanto Modigliani y Miller como otros autores modificaron algunas de ellas. Así, en 1963, los mismos autores consideran en su modelo la existencia de impuestos, en particular del impuesto sobre utilidades, y el efecto que éstos pueden tener sobre las decisiones de financiación. Las utilidades obtenidas por las empresas están gravadas por impuestos. Dentro del cálculo de dichas utilidades se incluyen como gasto fiscalmente deducibles los intereses abonados por la deuda. De este modo, los intereses reducen el beneficio de la empresa y, por lo tanto, los impuestos que ha de pagar. Por ello, la desgravación fiscal proporcionada por los intereses de la deuda tendrá un valor de mercado que incrementa el valor de la empresa con respecto al de otras compañías de similares características que no disfruten de tal desgravación fiscal. Consecuentemente, Modigliani y Miller (1963) concluyen que el valor de la empresa y la riqueza de los accionistas crecen cuando aumenta el nivel de endeudamiento.

Por tanto, en una situación como la planteada, aumentando indefinidamente el endeudamiento se aumentaría el valor de la empresa; la estructura de capital óptima sería aquella integrada únicamente por deuda. Obviamente, esta postura es un planteamiento teórico que difícilmente tiene una traducción en la práctica.

Posteriormente, Miller (1977) consideró el efecto que sobre el valor de la empresa tiene el impuesto sobre la renta de las personas físicas. El objetivo de la empresa es la maximización del valor para los inversores, que dependerá del efecto no sólo de los impuestos que gravan el beneficio de la empresa, sino también de los que gravan las rentas percibidas por los inversores (IRPF), provocando que parte de la remuneración vaya a parar al Estado.

Para minimizar los impuestos pagados, y maximizar la renta total disponible para los inversores, la empresa ofrecerá, en primer término, sus bonos a instituciones exentas del pago de impuestos sobre la renta o a personas con bajos niveles de renta y, por tanto, con un tipo de gravamen marginal bajo. Todas las empresas seguirán esta estrategia, de modo que el mercado de inversores fiscalmente exentos se verá saturado y las empresas tendrán que persuadir a los inversores que no tienen estas ventajas fiscales para que dejen de

suscribir acciones y compren obligaciones. Para que esto ocurra, la empresa debe ofrecer un mayor tipo de interés que compense a los inversores por el importe que dejan de percibir como consecuencia del pago de impuestos.

Por tanto, al tener en cuenta el impuesto de sociedades y el impuesto sobre la renta de las personas físicas, se obtiene como principal conclusión que existe un único ratio de endeudamiento o *leverage* óptimo para el sistema empresarial en su conjunto, en lugar de un ratio individual óptimo para cada empresa.

Posteriormente surgieron otras teorías que tratan de aproximar el modelo de Modigliani y Miller a la realidad, eliminando algunas de sus restricciones de partida, al considerar distintas imperfecciones de los mercados, tales como los costos de insolvencia y de agencia y las asimetrías informativas, con el objeto de ver cómo afectan al valor de la empresa.

1.1.5.1.1. El efecto de los impuestos.

En 1963 Franco Modigliani y Merton H. Miller publicaron un trabajo de seguimiento, donde flexibilizaron la suposición de que no existen gravámenes corporativos. El código fiscal permite a las empresas deducir como gasto el pago de intereses, no así los dividendos pagados a los accionistas. Este tratamiento diferencial las estimula a utilizar la deuda en su estructura de capital. En efecto, Modigliani y Miller demostraron que, si se cumplen las otras suposiciones, el tratamiento diferencial origina una situación que requiere financiarse por completo con endeudamiento.

Merton Miller modificó la conclusión anterior algunos años más tarde (esta vez sin Modigliani), cuando incorporó los efectos de los impuestos personales. Observó que todo el ingreso proveniente de los bonos es generalmente intereses; en parte el ingreso proveniente de las acciones suele originarse en las ganancias de capital. No deben pagarse ganancias de capital en absoluto, si una acción se conserva hasta la muerte del tenedor. Por tanto, todo considerando los rendimientos de las acciones comunes se gravan con tasas efectivas más bajas que los rendimientos de la deuda.

1.1.5.1.2. Proposición I de M y M.

Ross, Westerfield, Jordan (2010) refieren la proposición I de Miller y Modigliani, indicando que el valor de la empresa es independiente de su estructura de capital, es decir es del todo irrelevante la forma en que una empresa elija organizar sus finanzas.

1.1.5.1.3. Proposición II de M y M.

Hace referencia a la proposición del costo del capital accionario de una empresa como una función lineal positiva de su estructura de capital. Indica que el costo de capital accionario depende de tres aspectos:

- a) la tasa de rendimiento requerido sobre los activos de la empresa,
- b) el costo de la deuda de la empresa, y
- c) la razón de deuda a capital de la empresa.

1.1.5.2. Teoría del Equilibrio (Estática).

Ortega (2007) explica que las empresas tienen como objetivo ratios de endeudamiento óptimos que establecen equilibrio de los beneficios y costos de la deuda. El principal beneficio de la deuda es que los intereses son deducibles de la base imponible del impuesto sobre sociedades. El principal costo de la deuda es la posibilidad de llegar a una situación de insolvencia financiera si el endeudamiento es excesivo.

La teoría del equilibrio de la estructura financiera reconoce que los ratios de endeudamiento objetivo pueden variar de empresa a empresa. Las compañías grandes, con activos tangibles y flujos de caja estables deberían tener elevados ratios de endeudamiento para aprovechar las deducciones fiscales porque tienen pocas posibilidades de llegar a una situación de insolvencia financiera. Las empresas pequeñas, poco rentables, con activos intangibles, deben tener un ratio de endeudamiento reducido. Esta afirmación será comprobada en el siguiente capítulo, mediante datos reales aplicados en esta teoría.

Si no existieran los costos de modificación de la estructura de capital, todas las empresas estarían siempre en su ratio objetivo de endeudamiento. Sin embargo existen costos y por tanto retrasos en ajustarse al óptimo. Las empresas no pueden reaccionar inmediatamente a los acontecimientos imprevistos que les apartan de las ratios objetivo de endeudamiento, por lo que existen diferencias entre las ratios de endeudamiento previstas y reales.

Según esta teoría, la ratio de endeudamiento se incrementa con los beneficios o con los flujos de caja de la empresa debido a tres factores:

- 1) En primer lugar la posibilidad de insolvencia financiera se reduce cuando aumenta el beneficio.
- 2) En segundo lugar, un mayor beneficio implica mayores deducciones fiscales.
- 3) En tercer lugar porque un exceso de flujo de caja es la primera fuente de costos de agencia. La deuda ayuda a compensar estos costos de agencia por que la empresa

tiene que pagar intereses, reduciendo el flujo de caja, lo que supone una relación positiva entre la ratio de deuda y el flujo de caja.

Otra predicción de esta teoría es que la ratio de endeudamiento varía negativamente con el ritmo de inversiones. Esta predicción está ligada con los costos de agencia, ya que si la empresa realiza mayores inversiones, dispondrá de menos flujo libre de caja y tendrá menos necesidad de deuda para limitar los intereses de los directivos. Se define el flujo libre de caja con el flujo de caja después de impuestos que excede del necesario para financiar las inversiones.

Esta teoría del equilibrio, a diferencia de la teoría de Modigliani y Miller, que parecía sugerir que las empresas deben tomar tanta deuda como les sea posible, evita predicciones extremas y sugiere la racionalidad de ratios de endeudamiento moderados.

Según Baker y Martin (2011), la teoría del equilibrio argumenta que la deuda en una estructura de capital es beneficiosa para los inversores de capital mientras ellos son recompensados hasta el punto donde el beneficio de la deducibilidad fiscal de interés se compensa contra el costo potencial de bancarrota.

Los argumentos anteriores llevaron a formular la “teoría del equilibrio del apalancamiento” según Brigham y Houston (2005): las compañías sacrifican los beneficios del financiamiento de deuda (tratamiento fiscal favorable a las empresas) por tasas más altas de interés y costo de la quiebra.

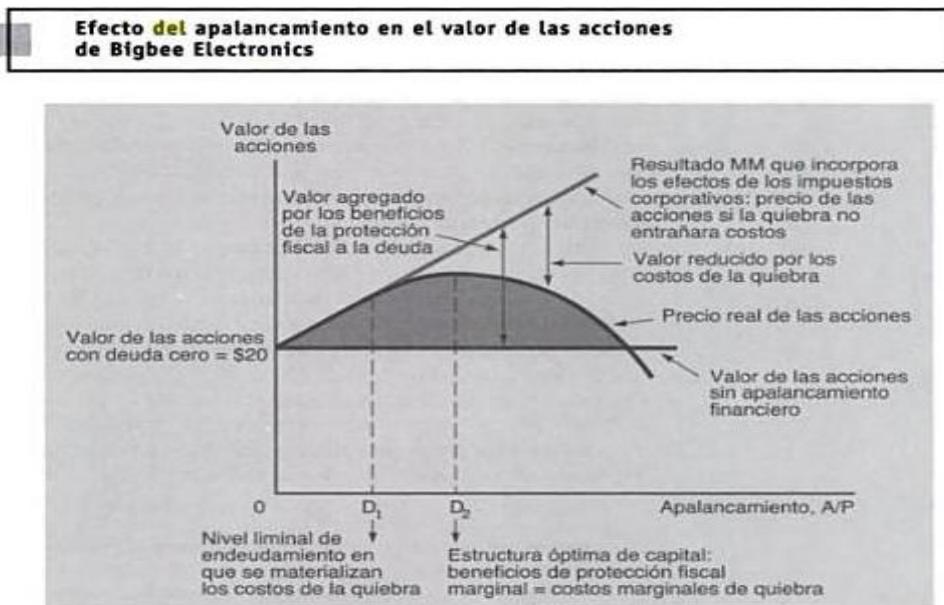


Figura N°3: Efecto del apalancamiento en el valor de las acciones.

Fuente: Fundamentals of Financial Management (2009)

Observaciones al respecto:

1. El hecho que los intereses sean un gasto deducible hace la deuda menos cara que las acciones comunes o preferentes. En efecto, el pasivo ofrece beneficios de protección fiscal. De ahí que su uso haga que una mayor parte del ingreso de operación (UAll) fluya a través de los inversionistas. Cuanto más deuda use una empresa más valdrá y más alto será el precio de sus acciones. Según las suposiciones de Modigliani – Miller referentes a los impuestos, el precio de las acciones alcanzará su nivel máximo si la compañía se financia casi totalmente con deuda; en la figura 1.1 expresa la relación entre el precio de las acciones y la deuda en sus suposiciones.
2. En el mundo real las compañías rara vez se financian por completo con deuda. Ello se debe fundamentalmente a que la utilizan de manera exclusiva para mantener bajos los costos relacionados con la quiebra.
3. La deuda tiene un nivel inicial, rotulado D1 en la figura 1.3, debajo del cual la probabilidad de quiebra es tan baja que resulta inmaterial. Sin embargo, por arriba de él los costos de la quiebra cobran cada vez mayor importancia y aminoran a ritmo creciente los beneficios fiscales del endeudamiento. El intervalo entre D1 y D2 los reducen pero sin que los anulen por completo.

1.1.5.3. Teoría de la Jerarquía Financiera.

Graham, Smart and Megginson (2011) manifiestan dos regularidades empíricas sobre esta teoría.

1. Las empresas más rentables de una industria tienen las razones de deuda más bajas.
2. Las empresas emiten deuda con frecuencia, pero rara vez lanzan emisiones de acciones. Los anuncios de las nuevas emisiones maduras invariablemente se reciben con una reducción significativa en el precio de las acciones de la empresa, la cual es a menudo igual a una tercera parte o más del valor de la nueva oferta.

Brigham y Houston (2005) explican sobre Teoría de la Jerarquía Financiera o “Pecking Orden Theory” enunciada por Myers y Majluf (1984). Según esta teoría, el diferente nivel de información entre inversores externos y directivos lleva a éstos a establecer un orden en las preferencias a la hora de financiar los nuevos proyectos. Así, en primer lugar, elegirán financiarse con fondos generados internamente, mediante beneficios retenidos, realizando el reparto de dividendos en función de las oportunidades de inversión previstas y de los flujos de caja esperados. Por lo tanto, habrá ejercicios en los cuales los flujos de caja generados

sean suficientes para acometer proyectos rentables y otros en los que tengan que acudir a financiación externa. Si después de llevar a cabo las inversiones previstas y repartir dividendos hay un excedente de recursos, éstos se destinan a inversiones financieras temporales o a disminuir su deuda. Si tienen que acudir a financiación externa, el orden será: deuda, productos híbridos a medio camino entre la deuda y los recursos propios, tales como las obligaciones convertibles, y, como último recurso, acciones. La empresa sólo recurrirá a nueva financiación propia si realmente estima que se trata de proyectos con una rentabilidad muy elevada y que no se pueden posponer, ya que una ampliación de capital puede tener un efecto negativo en la rentabilidad de los accionistas.

Otro factor que influye en la jerarquía de las fuentes de financiación, anteponiendo los recursos internos a los externos, es el deseo de mantener el control y no dar entrada a nuevos accionistas. Por un lado, los accionistas no quieren ver reducido su control y, por otro, el hecho de que poseen recursos limitados, unido a su voluntad de diversificar el riesgo, les hace reacios a acudir a las ampliaciones de capital aunque tengan derechos referentes. De esta forma, esta teoría explica por qué las empresas más rentables se endeudan menos; no porque tengan objetivos de ratios de endeudamiento bajos, sino porque no necesitan dinero externo.

Entonces, ¿qué deben hacer los directivos? Según Myers y Majluf, las corporaciones deben conservar suficiente holgura o flexibilidad financiera para financiar proyectos con valor presente neto positivo de manera interna. La holgura financiera incluye el efectivo y los valores negociables de una empresa, además de su capacidad de endeudamiento sin utilizar. Las empresas que tienen suficiente holgura financiera pueden pasar por alto los problemas de información porque no necesitan emitir acciones para financiar proyectos de inversión (Graham, Smart and Megginson, 2011).

1.1.5.4. Otras teorías.

1.1.5.4.1. Teoría de las señales.

La “Teoría de las señales” (Ross, 1977; Leland y Pyle, 1977; Heinkel, 1982; entre otros), con base en la asimetría de información, asume que el valor de mercado de la empresa sí que depende de la composición de la estructura de capital, debido a que las empresas, a través de sus decisiones financieras, envían señales acerca de las situaciones futuras; dichas señales pueden ser interpretadas por los agentes económicos externos. Los administradores, por lo general, tienen información más precisa acerca de sus empresas que los inversores externos. Existe, por tanto, información asimétrica que influye sobre las decisiones de utilizar deuda o capital a la hora de financiar nuevos proyectos. Los directivos

deben tener en cuenta la interpretación que harán los inversores de sus decisiones de financiación, ya que la estructura de capital transmite información al mercado que puede señalar expectativas y alterar la percepción que éste tiene del flujo de renta futura que generará la empresa.

1.1.5.4.2. Teoría de la agencia.

La “Teoría de la Agencia” (Fama y Miller, 1972; Jensen y Meckling, 1976; Barneet *al.*, 1981; entre otros) considera a los diferentes agentes que participan en la actividad de las empresas. Dentro de la empresa existen diversos grupos con intereses contrapuestos que establecen relaciones contractuales que se pueden interpretar como relaciones de agencia. La esencia del problema está en la existencia de información asimétrica entre los grupos (Norton, 1991; Petersen y Rajan 1994; entre otros) y la aparición de costos para controlar más estrechamente a los agentes. Los conflictos más estudiados son aquellos que nacen de las relaciones entre dirección – accionistas y accionistas – obligacionistas. En relación a los primeros, por ejemplo, los directivos pueden no estar dispuestos a alcanzar el nivel de endeudamiento óptimo, porque la deuda adicional aumenta la probabilidad de insolvencia y amenaza la generación de beneficios, mientras ellos prefieren asegurar su bienestar económico, reputación, ingresos futuros y, en general, su seguridad en el puesto de trabajo. Además, si la empresa se endeuda se reducen los flujos de caja disponibles y, por tanto, los directivos tendrán que esforzarse para hacer frente a los pagos, lo que puede amenazar sus compensaciones extraordinarias, para evitar este tipo de comportamientos oportunistas se establecen una serie de contratos que generan costos de supervisión y fianza. Por su parte, los conflictos entre accionistas y obligaciones surgen ante la posibilidad de insolvencia; a medida que aumenta el endeudamiento los obligacionistas exigen una prima de riesgo mayor, lo que reduce las perspectivas de los accionistas y el valor de la empresa en el mercado. Ante situaciones de insolvencia los accionistas toman decisiones que maximizan sus intereses en detrimento de los acreedores.

Como consecuencia, al igual que sucedía con los costos de insolvencia, los costos de agencia provocan una pérdida de valor en la empresa. Desde esta teoría, la ECO será aquella que permita minimizar los costos de agencia cuando se producen conflictos de intereses entre los distintos grupos de aportantes de fondos. Para resolver este problema la dirección tiene que establecer una política que permita minimizar dicho costos y maximizar el valor de la empresa.

1.1.6. Resumen.

Las finanzas corporativas se centran en un objetivo específico y claro para las empresas, que es la maximización del valor o riqueza de los accionistas o propietarios. Este objetivo está vinculado con la acertada toma de decisiones en el área del financiamiento del cual se desprende la estructura de capital, entendiéndose como la mezcla entre deuda y capital que se utilizará para poder financiar las operaciones de una empresa.

Encontrar la forma de financiarse de manera que maximice el valor de la empresa, minimice el costo de capital, aumente el ingreso por acciones y disminuya el riesgo requerirá de varios factores, que permitirá llegar a una estructura de capital óptima.

Dentro de la estructura de capital entrarán factores que afectarán a las decisiones de los administradores financieros, entre las cuales tenemos las formas de financiarse interna y externa, las fuentes de donde provienen el dinero como la deuda (bonos) y las acciones; los mercados e instituciones que intervienen en la transacción, la influencia que tendrá sobre la empresa este tipo de decisiones.

La teoría de la estructura de capital señala que la forma en cómo las empresas organicen sus finanzas no tiene mayor relevancia; siempre y cuando esta se desarrolle bajo el escenario de una economía "perfecta", es decir, sin costos, sin impuestos, sin intereses, sin riesgos.

La Proposición I de M&M afirma que el valor de mercado de una empresa será independiente de la mezcla que utilice para formar su estructura de capital, mientras que la Proposición II hace referencia al costo de capital accionario de una empresa, teniendo como factores determinantes la tasa de rendimiento requerida sobre activos, el costo de la deuda y la razón de deuda a capital.

La teoría de la jerarquía financiera hace referencia a dos regularidades empíricas; la primera manifiesta que las empresas con mayores índices de rentabilidad son las que arrojan índices de endeudamiento mucho más bajos que los de las empresas con rentabilidad baja, la segunda regularidad, en cambio dice que las empresas a menudo emiten deuda pero no es común la emisión de acciones.

Por su parte, la teoría del equilibrio se basa en el argumento de que la mayoría de empresas grandes poseen elevados ratios de endeudamiento, porque esto les permitirá aprovechar al máximo las deducciones fiscales, teniendo muy pocas posibilidades de llegar a una situación de insolvencia financiera.

CAPÍTULO II.

MODELOS APLICABLES A LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

2.1. Análisis de los efectos del apalancamiento financiero en el ROE y la UPA por medio de la razón Deuda/capital.

A continuación se presenta una estructura de capital en distintos niveles, A, B, C, D y E, y en diversos ciclos de la economía; en dónde se analizará el flujo de efectivo a los inversionistas, el efecto de la estructura de capital en el ROE (*return on equity*) y el efecto en las UPA (*utilidad por acción*).

También se determinarán los puntos de equilibrio financiero en una estructura de capital con deuda y sin deuda, en los distintos niveles analizados.

Se proponen diferentes estructuras de capital para la empresa “XYZ”, considerando que el incremento de la participación de deuda en la estructura de capital incrementa la percepción de riesgo de los inversionistas, se plantea el supuesto de que la tasa de interés de la deuda se incrementa en función de la razón deuda/capital:

TABLA N°1: Estructura de capital en diferentes niveles

ESTRUCTURA:	A	B	C	D	E
ACTIVOS	100%	100%	100%	100%	100%
DEUDA	0%	20%	40%	60%	80%
CAPITAL	100%	80%	60%	40%	20%
Razón Deuda / Capital	0,00	0,25	0,67	1,50	4,00

Fuente: Inédita

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

TABLA N°2: Datos adicionales para la estructura de capital

VARIABLES:	A	B	C	D	E
Valor nominal por acción	\$ 10	\$ 10	\$ 10	\$ 10	\$ 10
N° de acciones	10000	8000	6000	4000	2000
Interés sobre deuda	0%	8%	10%	12%	14%
Tasa impositiva	24%	24%	24%	24%	24%

Fuente: Inédita

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

Con los datos expuestos de la empresa “XYZ”, contaría con el siguiente estado de situación financiera:

TABLA N°3: Estado de situación financiera

BALANCE:	A	B	C	D	E
ACTIVOS	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 100.000
DEUDA	-	\$ 20.000	\$ 40.000	\$ 60.000	\$ 80.000
CAPITAL	\$ 100.000	\$ 80.000	\$ 60.000	\$ 40.000	\$ 20.000

Fuente: Tabla N°1 y 2

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

Continuando con el modelo supuesto, asumiendo una utilidad antes de intereses e impuestos (UAI) que resulte razonable para una estructura de capital sin deuda como punto de partida (A), y que esta se mantiene constante puesto que los resultados de operación no dependen de la estructura de capital, en la siguiente tabla se observa la variación del ROE y de la UPA conforme la razón Deuda/Capital va en ascenso. El costo de los intereses por la Deuda desencadena cambios en los renglones de resultados que le siguen: Impuestos, UN (Utilidad Neta), UPA, ROE.

TABLA N°4: Variación del ROE Y de la UPA según la razón Deuda/Capital

RESULTADOS	A	B	C	D	E
UAI	\$ 20.000	\$ 20.000	\$ 20.000	\$ 20.000	\$ 20.000
INTERESES	\$ -	\$ 1.600	\$ 4.000	\$ 7.200	\$ 11.200
UAI	\$ 20.000	\$ 18.400	\$ 16.000	\$ 12.800	\$ 8.800
IMPUESTOS	\$ 4.800	\$ 4.416	\$ 3.840	\$ 3.072	\$ 2.112
UN	\$ 15.200	\$ 13.984	\$ 12.160	\$ 9.728	\$ 6.688
UPA	\$ 1,52	\$ 1,75	\$ 2,03	\$ 2,43	\$ 3,34
ROE %	15,2%	17,5%	20,3%	24,3%	33,4%

Fuente: Tabla N°1 y 2

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

En este caso se puede observar que mientras mayor sea el nivel de deuda emitido, mayores serán las utilidades por acción (UPA), pese a mantener iguales niveles de UAI. Respecto al ROE, este también va aumentado en relación a la deuda, por lo tanto la medida de rentabilidad también será mayor con más apalancamiento. Con esto el flujo a inversionistas queda de la siguiente manera:

TABLA N°5: Flujo a inversionistas

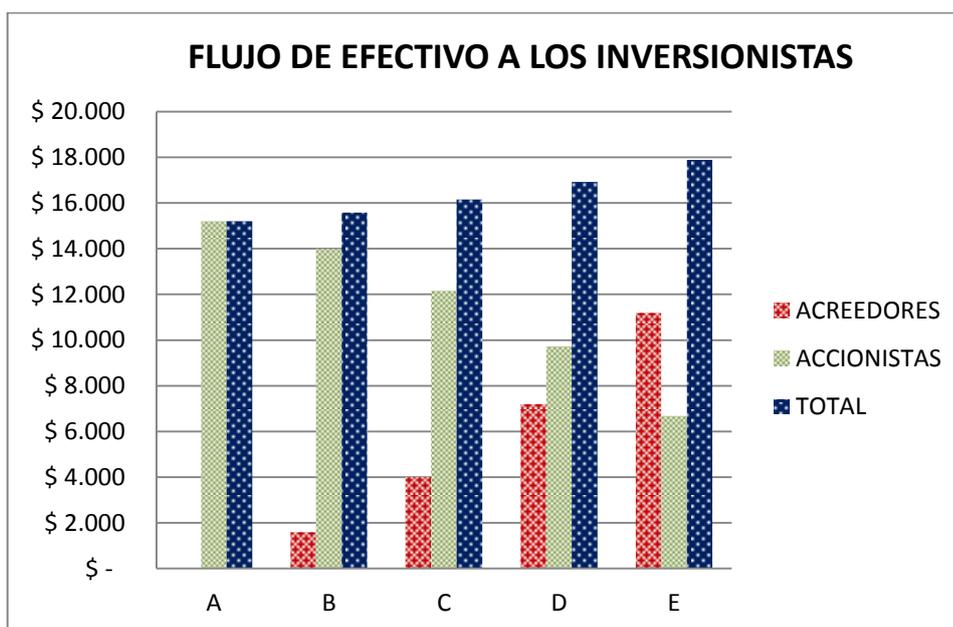
FLUJO A INVERSIONISTAS:	A	B	C	D	E
ACREEDORES	\$ -	\$ 1.600	\$ 4.000	\$ 7.200	\$ 11.200
ACCIONISTAS	\$ 15.200	\$ 13.984	\$ 12.160	\$ 9.728	\$ 6.688
TOTAL	\$ 15.200	\$ 15.584	\$ 16.160	\$ 16.928	\$ 17.888

Fuente: Tabla N°4

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

La celda de acreedores representa el valor que deberá pagarse anualmente por concepto de intereses sobre la deuda, y la celda de accionistas representa la utilidad neta obtenida luego de descontar los impuestos y los intereses respectivos.

Mientras más apalancada este “XYZ” menores participaciones recibirán los accionistas, en la figura se puede observar que hasta un nivel de apalancamiento en “D”, los accionistas serán poseedores de la mayor parte de capital, no así si se contrae deuda a partir de “E”, pues desde este nivel serán los acreedores quienes tengan mayores participaciones.



GRAFICA N°1: Flujo de efectivo a los inversionistas

Fuente: Tabla N°5

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

En relación a las teorías del equilibrio y jerarquía financiera, se establece un contraste puesto que mientras la primera busca el mayor beneficio por acción, la otra establece una tendencia a usar recursos internos para financiar sus proyectos con VPN positivo, lo cual se contrapondría con un endeudamiento excesivo ya que a mayor flujo de efectivo a los acreedores, menor flexibilidad para financiarse internamente.

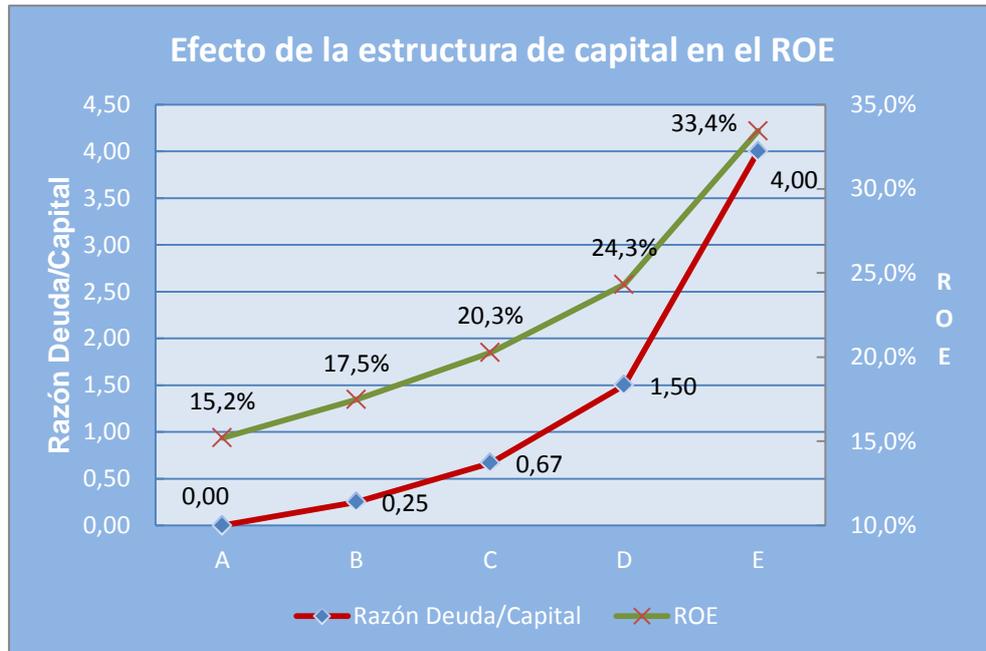
Si se observa cual es la relación entre la estructura de capital y el ROE, se verá que por ahora al acrecentar el endeudamiento en relación al capital se produce un mayor ROE como consecuencia de una menor inversión en capital accionario, se muestra en la siguiente tabla y gráfica,

TABLA N°6: Relación estructura de capital/ROE

Relación Estructura/ROE	A	B	C	D	E
Razón Deuda/Capital	0,00	0,25	0,67	1,50	4,00
ROE	15,2%	17,5%	20,3%	24,3%	33,4%

Fuente: Tabla N°4

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz



GRAFICA N°2: Efecto de la estructura de capital en el ROE

Fuente: Tabla N°6

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

Ahora se analizará el riesgo sistemático al que se enfrenta "XYZ", bajo los distintos niveles de apalancamiento en los diferentes periodos de la economía: recesión, estabilización y expansión.

Como se señaló en el capítulo anterior, Brigham y Houston (2009) consideran que uno de los factores exógenos que inciden en las decisiones referentes a la estructura de capital es la "estabilidad de las ventas" afectada entre otros factores por la "variabilidad de la demanda" y por la "variabilidad en los precios de venta", desde luego que existen otros factores que en general son internos. Por tanto se modelarán los tres escenarios indicados en el párrafo anterior, modificando la UAll para reflejar el efecto de la estructura de capital en cada supuesto.

- o Economía en etapa de recesión

TABLA N°7: Escenario en tiempo de recesión

RECESION	A	B	C	D	E
UAII	\$ 10.000	\$ 10.000	\$ 10.000	\$ 10.000	\$ 10.000
INTERESES	\$ -	\$ 1.600	\$ 4.000	\$ 7.200	\$ 11.200
UAI	\$ 10.000	\$ 8.400	\$ 6.000	\$ 2.800	\$ (1.200)
IMPUESTOS	\$ 2.400	\$ 2.016	\$ 1.440	\$ 672	\$ (288)
UN	\$ 7.600	\$ 6.384	\$ 4.560	\$ 2.128	\$ (912)
UPA	\$ 0,76	\$ 0,80	\$ 0,76	\$ 0,53	\$ (0,46)
ROE %	7,6%	8,0%	7,6%	5,3%	-4,6%

Fuente: Tabla N°1 y 2

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

En tiempos de recesión, los escenarios no son los mejores para “XYZ”, sin embargo se puede observar que el mejor de ellos se encuentra con la emisión de deuda por \$ 20.000 (nivel B); la deducción de intereses hace se pague menos impuestos, además de tener que distribuir la utilidad neta entre un número menor de acciones al que se lo haría normalmente sin apalancamiento.

- o Economía en etapa de estabilización

TABLA N°8: Escenario en tiempo de estabilización

ESTABILIZACIÓN	A	B	C	D	E
UAII	\$ 15.000	\$ 15.000	\$ 15.000	\$ 15.000	\$ 15.000
INTERESES	\$ -	\$ 1.600	\$ 4.000	\$ 7.200	\$ 11.200
UAI	\$ 15.000	\$ 13.400	\$ 11.000	\$ 7.800	\$ 3.800
IMPUESTOS	\$ 3.600	\$ 3.216	\$ 2.640	\$ 1.872	\$ 912
UN	\$ 11.400	\$ 10.184	\$ 8.360	\$ 5.928	\$ 2.888
UPA	\$ 1,14	\$ 1,27	\$ 1,39	\$ 1,48	\$ 1,44
ROE %	11,4%	12,7%	13,9%	14,8%	14,4%

Fuente: Tabla N°1 y 2

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

Cuando la economía se encuentra en tiempos de estabilización, la situación también mejora para “XYZ”, los escenarios son mucho mejor que los de recesión; así por ejemplo se observa que al incrementarse \$ 5.000 en las UAII, es favorable para la empresa emitir deuda hasta por \$ 60.000, esto hace que se obtenga un mayor porcentaje en ROE y mayor rentabilidad en las UPA. Por lo tanto, esta es la etapa deseable para “XYZ”.

- o Economía en etapa de expansión

TABLA N°9: Escenario en tiempo de expansión

EXPANSIÓN	A	B	C	D	E
UAI	\$ 20.000	\$ 20.000	\$ 20.000	\$ 20.000	\$ 20.000
INTERESES	\$ -	\$ 1.600	\$ 4.000	\$ 7.200	\$ 11.200
UAI	\$ 20.000	\$ 18.400	\$ 16.000	\$ 12.800	\$ 8.800
IMPUESTOS	\$ 4.800	\$ 4.416	\$ 3.840	\$ 3.072	\$ 2.112
UN	\$ 15.200	\$ 13.984	\$ 12.160	\$ 9.728	\$ 6.688
UPA	\$ 1,52	\$ 1,75	\$ 2,03	\$ 2,43	\$ 3,34
ROE %	15,2%	17,5%	20,3%	24,3%	33,4%

Fuente: Tabla N°1 y 2

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

En tiempos de recesión, las UAI se incrementan en \$ 5.000 más, lo que hace que se presenten los mejores escenarios para "XYZ"; otorgando mucho más de lo que se espera. Así se observa que a mayor emisión de deuda, mayor será la rentabilidad para la empresa.

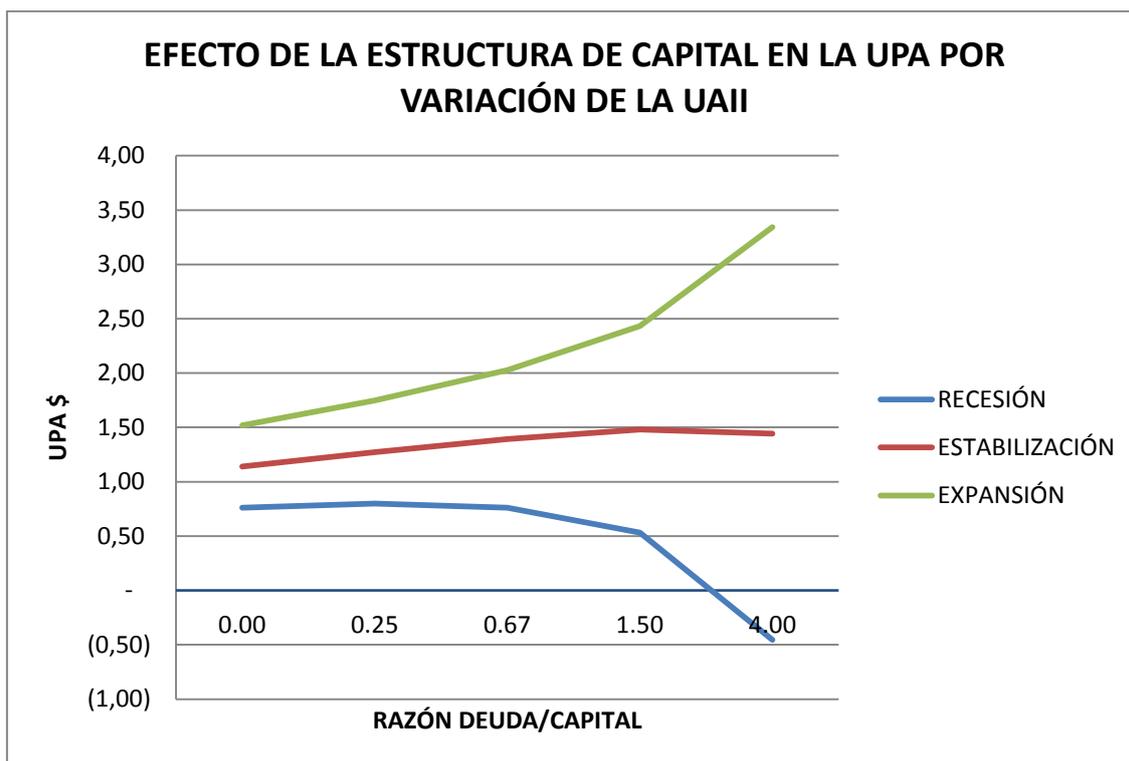
Ya se han establecido los tres escenarios de la economía que puede afectar las decisiones de los inversionistas, ahora veamos el efecto de la estructura de capital en las UPA por las variaciones de las UAI, en los distintos periodos de la economía que se muestra en la tabla N°10 así como en la gráfica N°3 que se muestran a continuación:

TABLA N°10: Variación de la estructura de capital en las UPA por variación de las UAI

UPA Y ESTRUCTURA DE CAPITAL	0.00	0.25	0.67	1.50	4.00
RECESIÓN	\$0,76	\$ 0,80	\$ 0,76	\$ 0,53	\$ (0,46)
ESTABILIZACIÓN	\$ 1,14	\$ 1,27	\$ 1,39	\$ 1,48	\$ 1,44
EXPANSIÓN	\$ 1,52	\$ 1,75	\$ 2,03	\$ 2,43	\$ 3,34

Fuente: Tabla N°7, 8 y 9

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz



GRAFICA N°3: Efecto de la estructura de capital en la UPA por variación de la UAI

Fuente: Tabla N°10

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

De acuerdo con la gráfica anterior, es evidente que en períodos de economía en expansión el mayor endeudamiento genera una UPA más tentadora para las empresas que siguen una política basada en la teoría del equilibrio para decidir la estructura de capital de la empresa, mientras que en periodos de economía en recesión intuitivamente se esperaría optar por reducir los niveles de deuda y en todo caso financiarse con los escasos recursos internos que se puedan lograr.

Luego de haber analizado el efecto en la rentabilidad de "XYZ", bajo los distintos niveles de UAI que pueden presentarse, se procede a determinar el punto de equilibrio financiero en tres niveles; el primero con una estructura de capital sin deuda y una estructura de capital con deuda de 40%, el segundo con estructura de capital sin deuda y estructura de capital con deuda de 80%, y el tercer punto de equilibrio se determina con ambas estructuras de capital con deuda.

Para analizar el punto de equilibrio en distintos escenarios, es necesario tener claro que el punto de equilibrio es el soporte para las decisiones del nivel de estructura; a esto se le denomina flexibilidad financiera, es decir que la relación deuda/capital debe ser flexible.

TABLA N°11: Análisis del punto de equilibrio en un escenario sin deuda

ESTRUCTURA SIN DEUDA	A	B	C	D	E
UAII (ESCENARIOS)	\$ -	\$ 5.000	\$ 10.000	\$ 15.000	\$ 20.000
INTERESES	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
UAI	\$ -	\$ 5.000	\$ 10.000	\$ 15.000	\$ 20.000
IMPUESTOS	\$ -	\$ 1.200	\$ 2.400	\$ 3.600	\$ 4.800
UN	\$ -	\$ 3.800	\$ 7.600	\$ 11.400	\$ 15.200
UPA (10,000 ACCIONES)	\$ -	\$ 0,38	\$ 0,76	\$ 1,14	\$ 1,52
ROE %	0,0%	3,8%	7,6%	11,4%	15,2%

Fuente: Inédita

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

TABLA N°12: Análisis del punto de equilibrio en un escenario con 40% deuda

ESTRUCTURA C/ DEUDA 40%	A	B	C	D	E
UAII (ESCENARIOS)	\$ -	\$ 5.000	\$ 10.000	\$ 15.000	\$ 20.000
INTERESES	\$ 4.000	\$ 4.000	\$ 4.000	\$ 4.000	\$ 4.000
UAI	\$ (4.000)	\$ 1.000	\$ 6.000	\$ 11.000	\$ 16.000
IMPUESTOS	\$ (960)	\$ 240	\$ 1.440	\$ 2.640	\$ 3.840
UN	\$ (3.040)	\$ 760	\$ 4.560	\$ 8.360	\$ 12.160
UPA (6,000 ACCIONES)	\$ (0,51)	\$ 0,13	\$ 0,76	\$ 1,39	\$ 2,03
ROE %	-5,1%	1,3%	7,6%	13,9%	20,3%

Fuente: Inédita

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

TABLA N°13: Análisis del punto de equilibrio en un escenario con 80% deuda

ESTRUCTURA C/ DEUDA 80%	A	B	C	D	E
UAII (ESCENARIOS)	\$ -	\$ 5.000	\$ 10.000	\$ 15.000	\$ 20.000
INTERESES	\$ 11.200	\$ 11.200	\$ 11.200	\$ 11.200	\$ 11.200
UAI	\$ (11.200)	\$ (6.200)	\$ (1.200)	\$ 3.800	\$ 8.800
IMPUESTOS	\$ (2.688)	\$ (1.488)	\$ (288)	\$ 912	\$ 2.112
UN	\$ (8.512)	\$ (4.712)	\$ (912)	\$ 2.888	\$ 6.688
UPA (2,000 ACCIONES)	\$ (4,26)	\$ (2,36)	\$ (0,46)	\$ 1,44	\$ 3,34
ROE %	-42,6%	-23,6%	-4,6%	14,4%	33,4%

Fuente: Inédita

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

TABLA N°14: Resumen de diferentes escenarios con y sin deuda

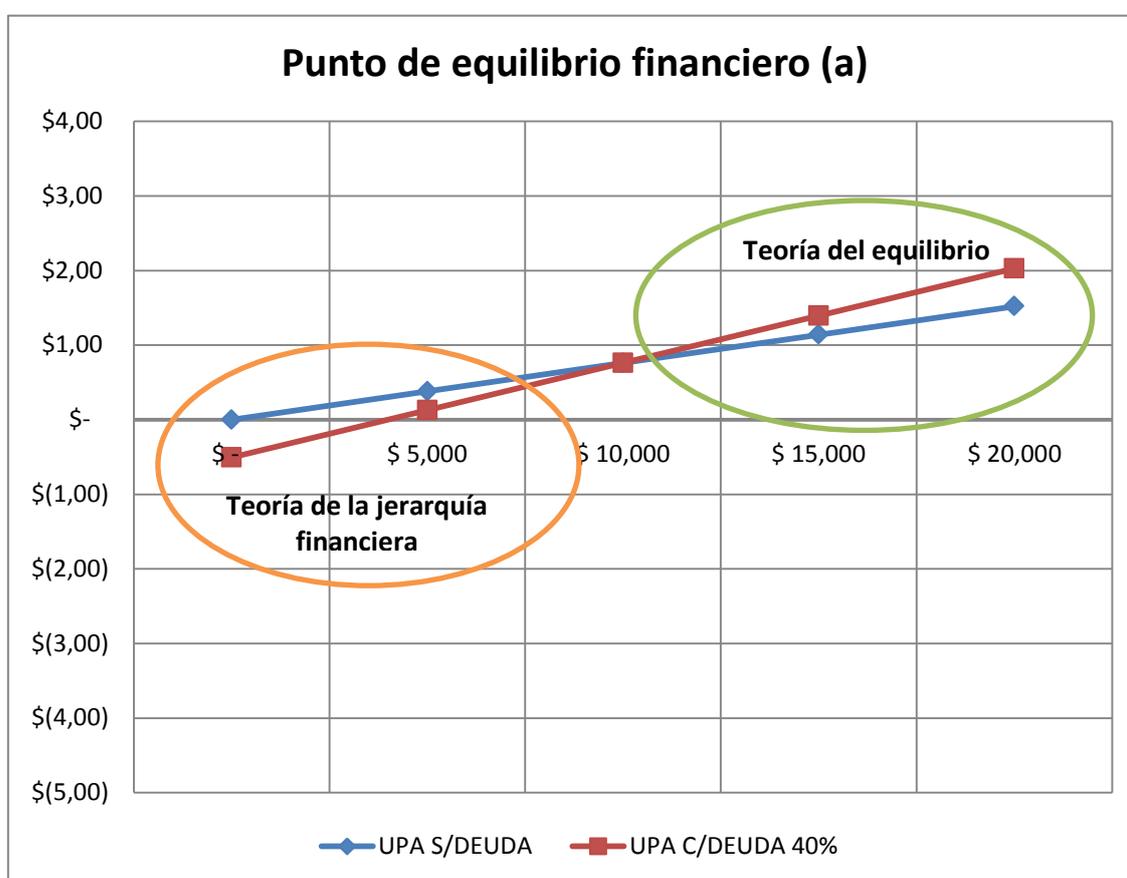
NIVELES DE UAII	\$ -	\$ 5,000	\$ 10,000	\$ 15,000	\$ 20,000
UPA S/DEUDA	\$ -	\$ 0,38	\$ 0,76	\$ 1,14	\$ 1,52
UPA C/DEUDA 40%	\$ (0,51)	\$ 0,13	\$ 0,76	\$ 1,39	\$ 2,03
UPA C/DEUDA 80%	\$ (4,26)	\$ (2,36)	\$ (0,46)	\$ 1,44	\$ 3,34

Fuente: Tabla N°11, 12 y 13

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

Los datos proporcionados en las tablas N°11, 12 y 13 se pueden resumir en la tabla N°14.

Se muestran las gráficas de los puntos de equilibrio financiero para un mejor análisis:



GRAFICA N°4: Punto de equilibrio financiero sin deuda y con 40% de deuda

Fuente: Tabla N°11

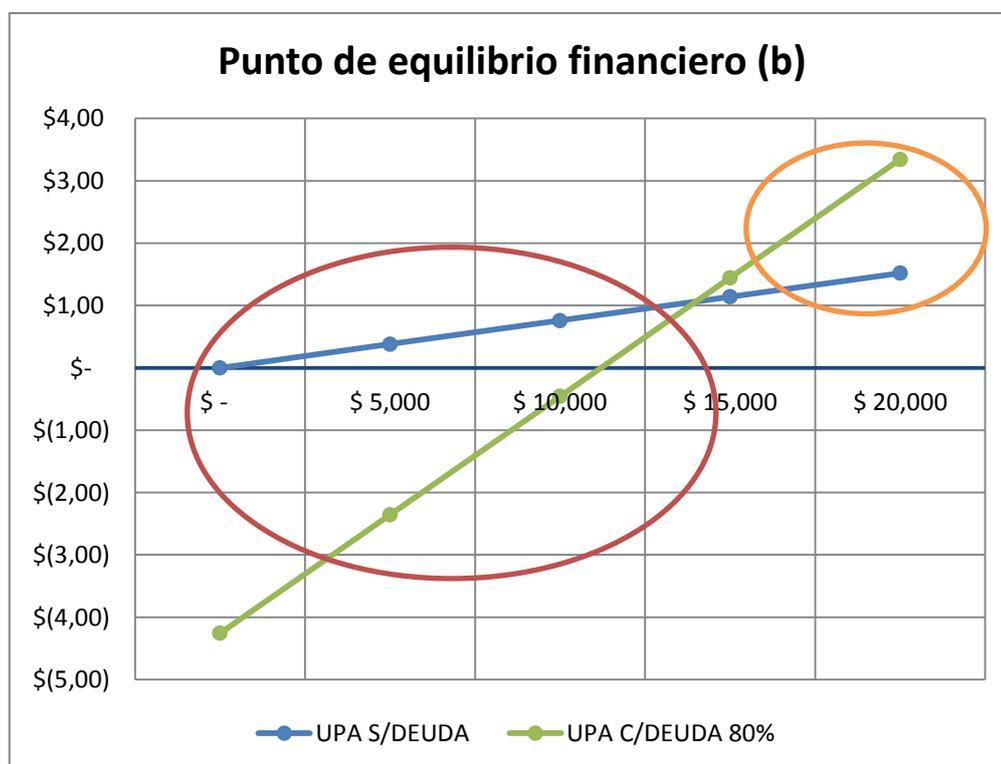
Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

El primer punto de equilibrio financiero, bajo estructura de capital sin deuda y estructura de capital con deuda de 40%, se halla con una UAII de \$ 10.000 y UPA de \$ 0,76. En este punto es indiferente estar endeudado o no porque la UPA será la misma si se financia con deuda como con fondos propios. El punto interesante de esta gráfica es que muestra las dos teorías principales de análisis.

Por una parte, a partir del punto de equilibrio hacia su lado derecho se puede analizar la teoría de equilibrio puesto que la misma sugiere que se apalanque una empresa siempre que exista un equilibrio de los beneficios y costos de la deuda. En la gráfica N°4 se puede observar que a partir del punto de equilibrio y con una deuda del 40%, la UPA irá aumentando y por lo tanto lo hará el ROE; siempre y cuando se mantenga una economía estable. A esto se suma las políticas administrativas que tengan cada director financiero al momento de tomar decisiones.

Ahora, a partir del punto de equilibrio hacia su lado izquierdo se puede analizar la teoría de la jerarquía financiera, que nos habla de un financiamiento con fondos propios antes de optar por el apalancamiento, y con lo cual mantendrá una UPA mayor hasta llegar al punto en el que sea indiferente endeudarse o utilizar fondos propios. Brigham y Houston (2009) enunciaron que primero se elegirá financiarse con fondos generados internamente, mediante beneficios retenidos.

En la gráfica también se observa que los ángulos existentes entre la líneas que cruzan son bastantes cerrados, esto indica que los riesgos a los que se enfrenta son bajos.



GRAFICA N°5: Punto de equilibrio financiero sin deuda y con 80% de deuda

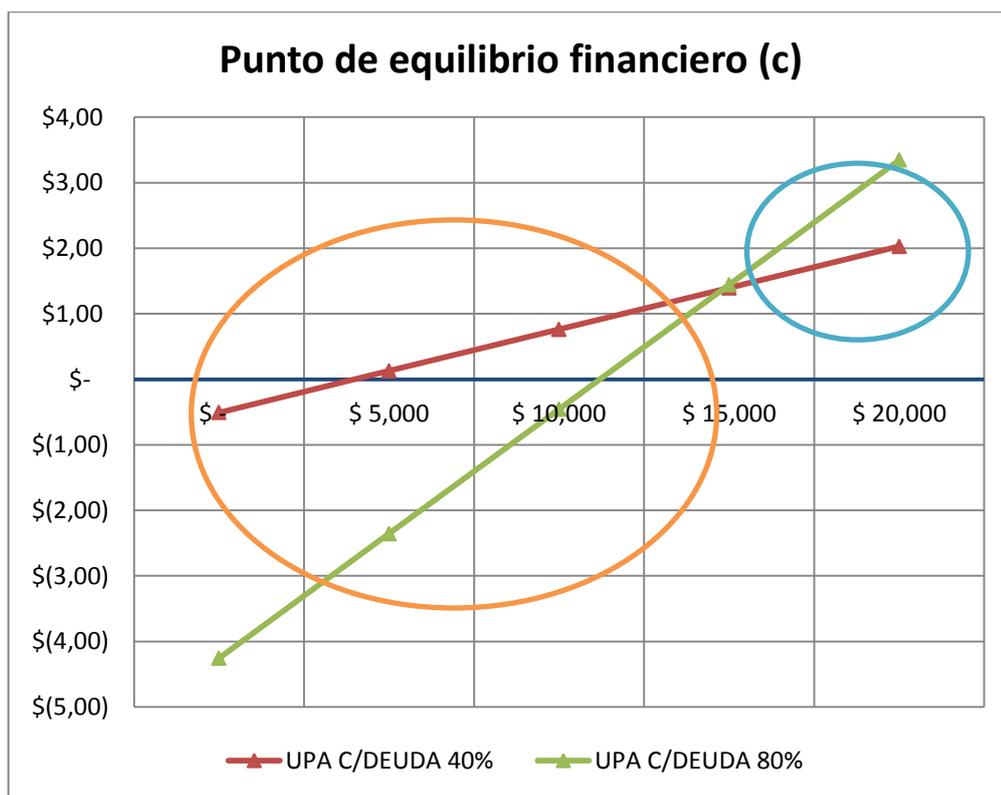
Fuente: Tabla N°12

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

El segundo punto de equilibrio, se determina con estructura de capital sin deuda y estructura de capital con deuda de 80%, y se halla entre UAI de \$ 10.000 a \$ 15.000. Con una deuda mayor, la UPA aumento a un aproximado de \$ 1.1 De igual manera en se observa que se puede analizar ambas teorías.

Este escenario hace que la empresa se desenvuelva bajo la teoría del equilibrio; la misma que se refiere a ratios elevados de endeudamiento que utilizan las empresas para mayores deducciones fiscales. Al aplicar una deuda de 80% se obtendrá una mayor UPA, a diferencia de estar sin ella. Se observa que aquí los ángulos entre las líneas que cruzan son mucho más abiertos, lo que indica que el riesgo al que se enfrenta también es mayor. A mayor riesgo, mayor será la rentabilidad.

Ninguna empresa va a estar totalmente financiada por deuda o por fondos propios. Esto dependerá de varios factores que intervengan en las decisiones de la estructura de capital.



GRAFICA N°6: Punto de equilibrio financiero con 40 y 80% de deuda

Fuente: Tabla N°13

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

Y finalmente, el tercer punto de equilibrio financiero lo determinan la estructura de capital con deuda de 40% y la estructura con deuda de 80%. Aquí nos enfrenamos a una estructura

de capital apalancada. Se puede comprobar que a mayor nivel de deuda, mayor será la UPA y por lo tanto la rentabilidad, aunque esto signifique un mayor riesgo.

Como antes se lo menciono, los escenarios analizados se darán de tal forma siempre que se desenvuelvan en una economía estable; y las variables que puedan influir dependerán de las decisiones financieras que se tomen al respecto.

- **Flujo marginal y valor de la empresa**

Si el valor actual de una inversión se refleja en los flujos de efectivo esperados en el futuro, el valor de una empresa crece si a través de la estructura de capital se logra que los flujos de efectivo proyectados sean mayores. Se presenta un modelo para analizar el valor de la empresa con y sin apalancamiento, sus flujos de efectivo, y el costo de capital accionario.

TABLA N°15: Flujos de efectivo activos

FLUJO DE EFECTIVO ACTIVOS	A	B	C	D	E
FLUJO MARGINAL	\$ -	\$ 384	\$ 960	\$ 1.728	\$ 2.688
TASA DE DESCUENTO	0,00%	8,00%	10,00%	12,00%	14,00%
VP PERPETUIDAD	\$ -	\$ 4.800	\$ 9.600	\$ 14.400	\$ 19.200

Fuente: Inédita

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

Obsérvese que el flujo marginal corresponde a la diferencia del primer flujo total a inversionistas (tabla N°15) menos el flujo total de cada uno de los siguientes niveles, la tasa de descuento que se utiliza es la tasa de interés de la deuda que se ha utilizado en los modelos anteriores, con lo que el valor marginal de la empresa resulta del flujo marginal entre la tasa de descuento. El valor presente a perpetuidad se asume si la empresa se mantuviera con la misma estructura y costo de la deuda en forma constante, ya se indicó antes que esto no es así en la realidad, pero el modelo sirve para ilustrar el efecto de la estructura de capital con deuda.

Así se concluye que cuanto mayor sean los flujos de efectivo totales, mayor será el valor de la empresa en un monto igual al valor actual de los flujos futuros marginales.

Si la empresa tiene un valor de \$ 100.000 sin deuda, su valor se incrementará en \$ 4.800 en el caso B, para dar un valor total de \$ 104.800. Lo mismo se establecerá en los supuestos C, D y E, lógicamente utilizando los flujos marginales respectivos.

Con la siguiente ecuación se establece el valor de una empresa con deuda (V_l), si se conocen el monto de deuda y la tasa de impuestos.

$$VI = Vu + (Tc * D)$$

VI= valor de la empresa con estructura de capital con Deuda

Vu= valor de la empresa con estructura de capital sin Deuda

Tc= tasa de impuestos

D= monto de la Deuda

Al desarrolla el supuesto B, la ecuación quedaría con los siguientes valores y resultados:

$$VI = 100.000 + (.24 * 20.000)$$

$$VI = 100.000 + (4.8000)$$

$$VI = 104.800$$

TABLA N°16: Valor de la empresa con estructura de capital con deuda

	A	B	C	D	E
VI	\$ 100.000	\$ 104.800	\$ 109.600	\$ 114.400	\$ 119.200

Fuente: Tabla N°15

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

Se puede concluir entonces, que le valor de la empresa con estructura de capital que utiliza deuda se determina ya se a través de calcular el valor presente de los flujos marginales o a través de la ecuación V_l .

- Gráfica del valor de la empresa con y sin deuda

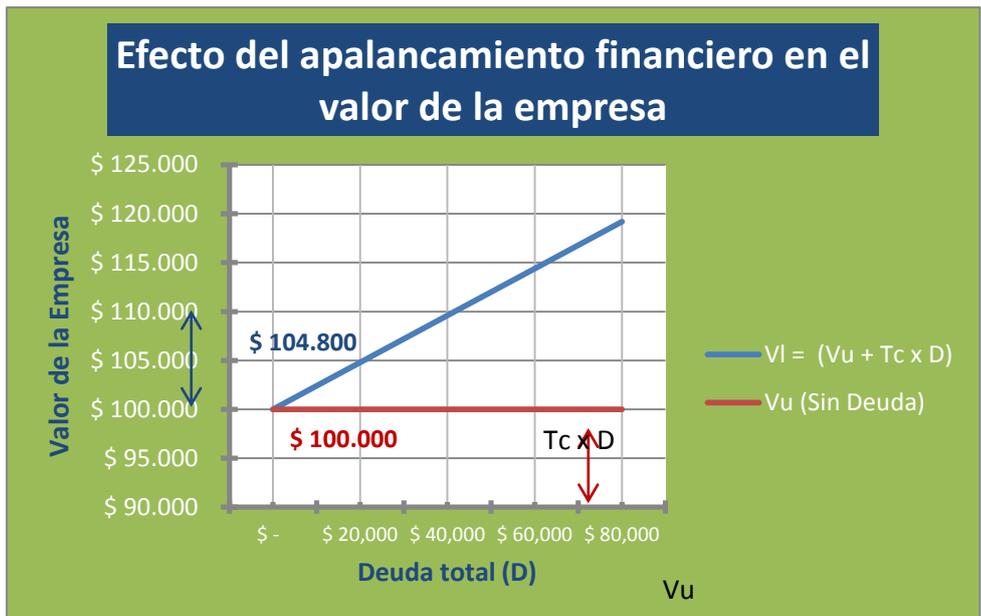
Con el modelo y gráfica siguientes se establece que el valor de la empresa es una función lineal de su estructura de capital y de la tasa de impuestos. Se demuestra además, que la tasa de interés no tiene un efecto determinante, puesto que los flujos marginales se obtienen por el beneficio del ahorro de impuestos derivado de los intereses pagados.

TABLA N°17: Valor de la empresa con y sin deuda

Deuda Total	\$ -	\$ 20,000	\$ 40,000	\$ 60,000	\$ 80,000
VI = (Vu + Tc x D)	\$ 100.000	\$ 104.800	\$ 109.600	\$ 114.400	\$ 119.200
Vu (Sin Deuda)	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 100.000

Fuente: Tabla N°16

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz



GRAFICA N°7: Efecto del apalancamiento financiero en el valor de la empresa

Fuente: Tabla 2.13

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

Ahora se analizará el efecto del apalancamiento y los impuestos en el precio de la acciones cuando se revalúa la empresa:

TABLA N°18: Empresa revaluada por efecto del apalancamiento y los impuestos

Deuda total	\$ -	\$ 20.000	\$ 40.000	\$ 60.000	\$ 80.000
Capital accionario	\$ 100.000	\$ 84.800	\$ 69.600	\$ 54.400	\$ 39.200
$VI = (Vu + Tc \times D)$	\$ 100.000	\$ 104.800	\$ 109.600	\$ 114.400	\$ 119.200
No. acciones	10000	8000	6000	4000	2000
Precio por acción	\$ 10	\$ 13	\$ 18	\$ 29	\$ 60

Fuente: Tabla N°16

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

El capital accionario resulta del valor de la empresa apalancada entre la deuda total, y el precio por acción se obtiene del valor de la empresa apalancada entre el número total de acciones.

Al incrementar la deuda el valor de la empresa apalancada también lo hace, con ello el número de acciones disminuye y por tanto el precio por acción se eleva.

Se obtiene la estructura de capital del valor de la deuda total entre el capital accionario y se observa que por cada \$ 1.00 de deuda en la estructura de capital, el valor de la empresa aumenta \$ 0,24 como resulta en el apartado B.

- Costo de promedio ponderado de capital

El costo de financiamiento de los fondos para capital se determina de acuerdo a la estructura de capital. Si para una estructura de capital sin deuda, el rendimiento requerido por los accionistas está representado por el rendimiento sobre el capital (ROE), este será el costo de capital accionario, por tanto cuando se utilice una estructura de capital con deuda el rendimiento requerido de los accionistas se verá modificado y el costo ponderado de los fondos también. En la siguiente tabla se analizan los efectos de la estructura de capital en el costo del financiamiento.

CPPC= costo promedio ponderado de capital.

Ru= costo de capital en estructuras sin deuda

Re= costo de capital en estructuras con deuda (rendimiento de los accionistas)

Rd= costo de la deuda (rendimiento de los acreedores)

E= valor del capital accionarios

D= deuda

V= valor de la empresa

$$CPPC = (E/V) \times Re + (D/V) \times Rd \times (1-Tc)$$

TABLA N°19: Costo promedio ponderado de capital

El Costo de capital accionario (Re) se basa en las expectativas de la economía y del mercado, luego el Ru (CPPC para una estructura sin deuda) es el ROE objetivo.					
CPPC =	$(E/V) \times Re + (D/V) \times Rd \times (1-Tc)$				
Ru (ROE Sin Deuda)	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%
Costo Deuda	0%	8%	10%	12%	14%
Tasa impositiva	24%	24%	24%	24%	24%
Rd x (1-Tc)		6,1%	7,6%	9,1%	10,6%
Estructura de capital (Razón Deuda/Capital)	-	0,24	0,57	1,10	2,04
Re = Ru +(Ru-Rd)x(D/E)x(1-Tc)	15,2%	16,5%	17,5%	17,9%	17,1%
CPPC =	15,2%	14,5%	13,9%	13,3%	15,0%

Fuente: Inédita

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

Respecto al rendimiento sobre el capital Re, para determinar su valor se realizó el despeje en la fórmula del CPPC, resultando:

CUADRO N°1: Despeje de la fórmula del CPPC

$$\begin{aligned}
 & \mathbf{Ru = (E/V) Re + (D/V) Rd (1-Tc)} \\
 (E/V) Re &= Ru - (D/V) Rd (1-Tc) \\
 (E/V) Re &= Ru - \frac{D (Rd) (1-Tc)}{V} \\
 (E/V) Re &= \frac{(Ru) V - D (Rd) (1-Tc)}{V} \\
 Re &= \frac{(Ru) V - D (Rd) (1-Tc)}{V} \\
 & \quad \frac{E}{V} \\
 Re &= \frac{(Ru) V - D (Rd) (1-Tc)}{E} \quad \mathbf{V= D+E} \\
 Re &= \frac{Ru (D+E) - D (Rd) (1-Tc)}{E} \\
 Re &= \frac{Ru(D)}{E} + \frac{Ru (E)}{E} - \frac{D (Rd) (1-Tc)}{E} \\
 Re &= Ru + Ru (D/E) - (D/E) Rd (1-Tc) \\
 Re &= Ru + (D/E) (Ru - Rd) (1-Tc) \\
 \mathbf{Re} &= \mathbf{Ru + (Ru - Rd) (D/E) (1-Tc)}
 \end{aligned}$$

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

Si se observa la tabla N°19, el rendimiento sobre el capital Re se va incrementando conforme aumenta la deuda, hasta cierto nivel (D), igual sucede con el CPPC, este disminuye paulatinamente hasta el mismo nivel, con ello se puede decir que es conveniente apalancarse por el margen de rentabilidad que esta ofrece, sin embargo endeudarse más de la cuenta no es lo mejor, hay un nivel de deuda que maximiza el Re y disminuye el CPPC y este es el adecuado.

La gráfica del efecto del apalancamiento financiero en el CPPC, Re y Rd, demuestra el punto en que la estructura de capital maximiza el rendimiento de capital accionario (Re),

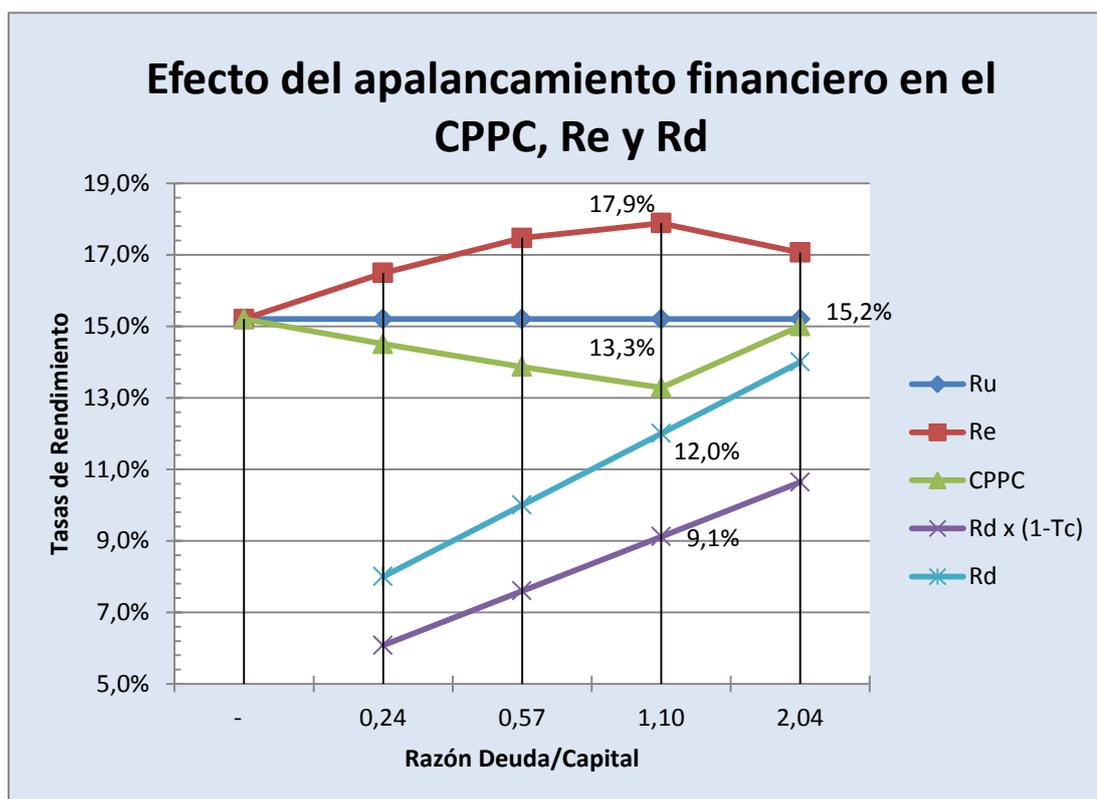
como consecuencia de lograr el menor CPPC. Por otra parte se observa que el costo de la deuda (R_d) se reduce por el efecto de la tasa de impuestos (T_c); sin embargo el beneficio máximo en R_e se logra cuando la razón Deuda/Capital se ubica en 1.1.

TABLA N°20: Efecto del apalancamiento financiero en el CPPC, R_e y R_d

Razón Deuda / Capital	-	0,24	0,57	1,10	2,04
R_u	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%	15,2%
R_e	15,2%	16,5%	17,5%	17,9%	17,1%
CPPC	15,2%	14,5%	13,9%	13,3%	15,0%
R_d		8,0%	10,0%	12,0%	14,0%
$R_d \times (1-T_c)$		6,1%	7,6%	9,1%	10,6%

Fuente: Tabla N°19

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz



GRAFICA N°8: Efecto del apalancamiento financiero en el CPPC, R_e y R_d

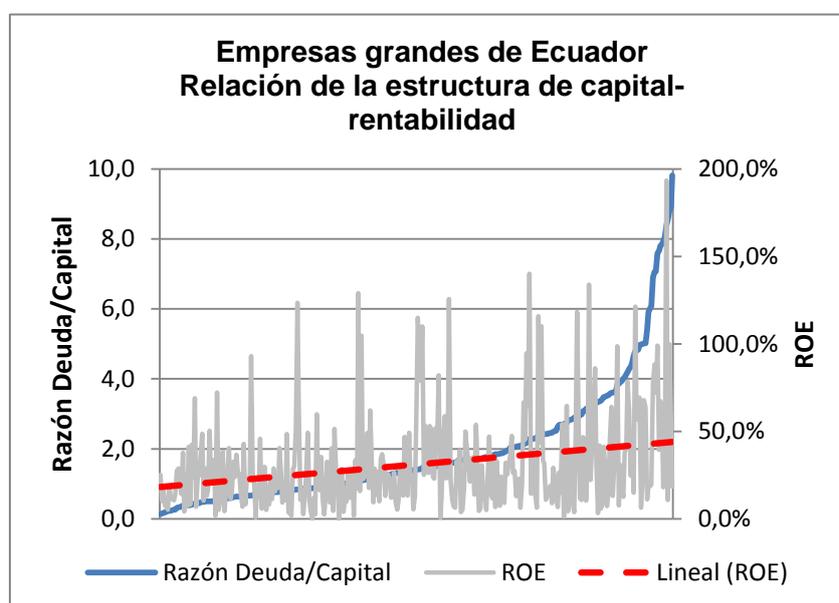
Fuente: Tabla N°20

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

2.2. Análisis con las empresas grandes de Ecuador.

En el capítulo uno se habla acerca del desempeño de las empresas del Ecuador dentro de la economía local e internacional, según investigadores de la revista Ekos, en la cual presenta análisis de indicadores que influyen en el comportamiento de las empresas frente a variables macroeconómicas.

Para un análisis mucho más profundo se tomó las empresas más grandes del país, considerando el número de empleados que las conforman; con ello se pretende estudiar la relación que existe entre el endeudamiento patrimonial y el porcentaje de rentabilidad en el capital (ROE).



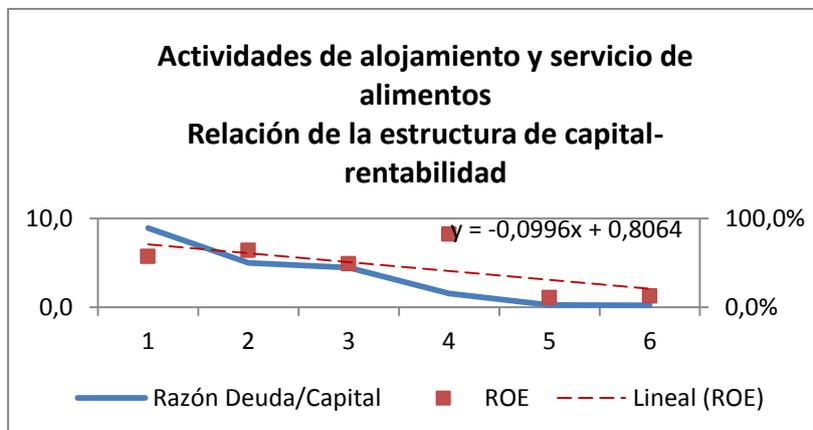
GRAFICA N°9: Empresas grandes del Ecuador

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborado por: Superintendencia de Compañías

Para ilustrar la figura se consideró los indicadores razón deuda capital y ROE, como se observa la tendencia en las empresas ecuatorianas se mantiene; se nota que mientras más apalancamiento exista mayores serán los porcentajes de rentabilidad en las empresas, sin embargo se observa también que la deuda es favorable hasta un cierto límite, es decir existe un nivel de deuda en donde se maximiza la rentabilidad mas a partir de este la rentabilidad que se obtiene es mínima en relación a los ratios de deuda emitida.

Ahora se muestra las gráficas un poco más detalladas, para ello se agrupo a las empresas de acuerdo a su actividad económica, así como actividades de alojamiento y servicio de comidas, comercio al por mayor y al por menor, construcción, e industrias manufactureras.

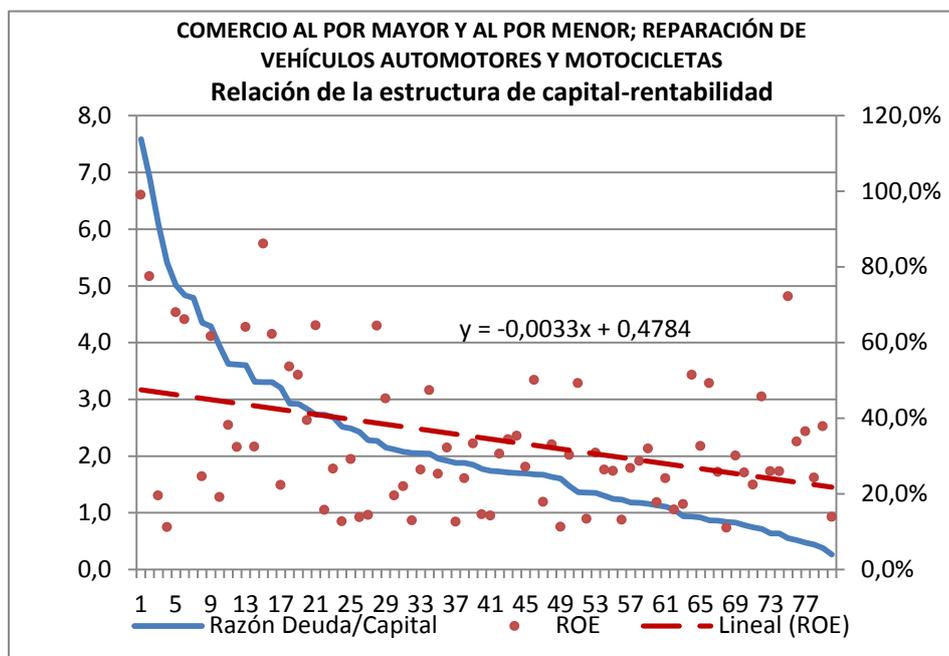


GRAFICA N°10: Actividades de alojamiento y servicio de alimentos

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborado por: Superintendencia de Compañías

En el mercado en lo que refiere a actividades de alojamiento las teorías financieras se ven muy marcadas, así por ejemplo se puede observar la relación a mayor deuda mayor rentabilidad; existiendo un punto de apalancamiento dónde la rentabilidad empieza a decaer.

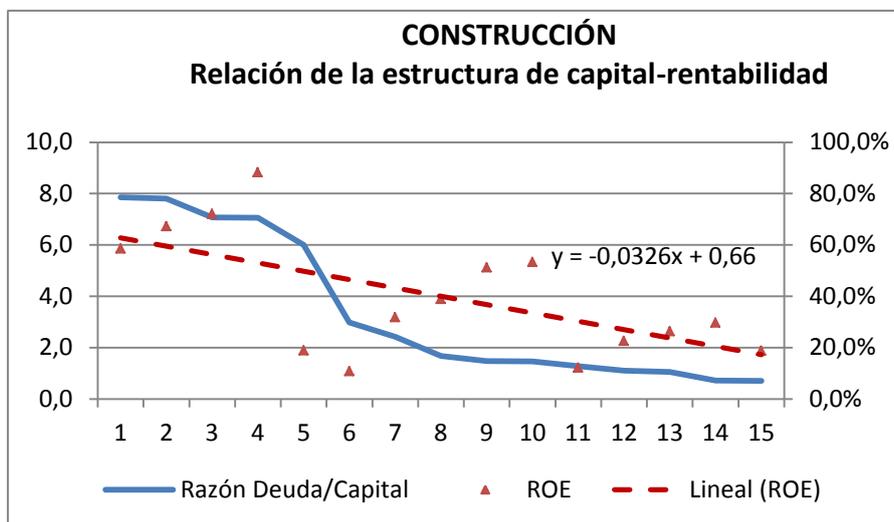


GRAFICA N°11: Comercio reparación de vehículos, automotores y bicicletas

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborado por: Superintendencia de Compañías

En cambio, en lo que refiere a actividades de comercio al por mayor y al por menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas, se observa que la relación entre estos dos indicadores es un poco más separada, no es conveniente que este tipo de empresas emitan altos ratios de deuda porque su rentabilidad se verá afectada.

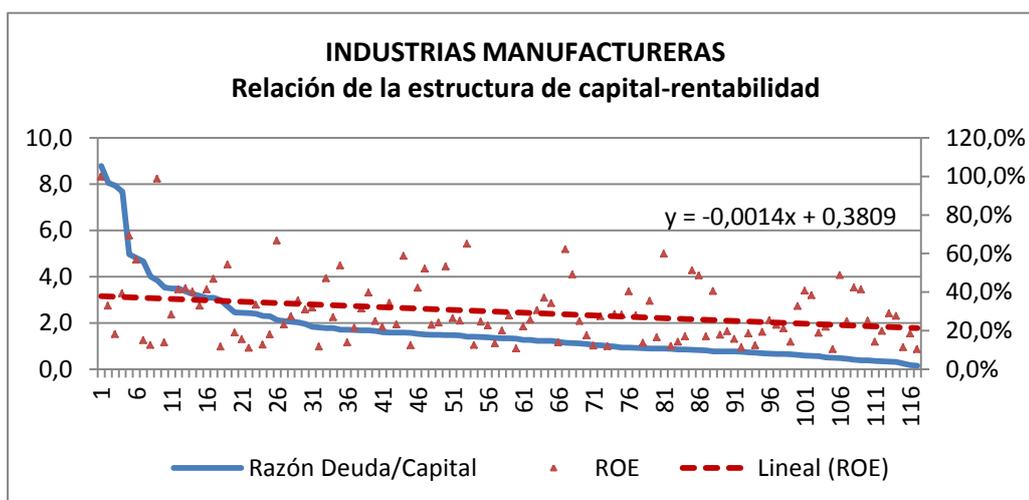


GRÁFICA N°12: Actividad de construcción

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborado por: Superintendencia de Compañías

En las actividades de construcción la relación deuda ROE es más o menos similar a la existente en las empresas de alojamiento, mientras más apalancada se encuentre la empresa mayor será la rentabilidad, y como en todo tipo de empresa existe un punto límite de endeudamiento.



GRAFICA N°13: Industria y manufactureras

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaborado por: Superintendencia de Compañías

Mientras que las empresas manufactureras se comportan de un modo diferente a las demás; se observa que las rectas de deuda y ROE están mucho más distantes que en las gráficas anteriores, lo que conlleva a decir que para se cumplan las teorías financieras hay una serie de factores que intervienen, uno de ellos es el medio en donde se desenvuelve la empresa y la actividad que ésta desarrolle.

2.3. Resumen.

Dentro de las finanzas corporativas existen varias teorías financieras, las mismas que están estrechamente vinculadas con el manejo de las empresas, por ejemplo la teoría de la jerarquía financiera supone utilizar primero los fondos propios antes de emitir deuda, y es lo que se comprobó en algunas etapas de los modelos financieros presentados, situaciones donde se emite menos deuda y se incrementa el capital. Por otra parte, la teoría del equilibrio aconseja a las empresas grandes utilizar mayores niveles de apalancamiento y así sacar ventaja de ello al momento de pagar la tasa fiscal, esto también se comprobó en los modelos que mientras más deuda se emita más será la cantidad económica que se puede deducir y con esto el valor a pagar también disminuye.

Se observó que mientras más apalancamiento exista más será la rentabilidad que se obtendrá en la empresa, sin embargo existe un máximo para contraer deuda, es decir hay un punto hasta donde hacerlo resulta positivo, de ahí en adelante la rentabilidad disminuye siendo los acreedores los únicos beneficiados con el apalancamiento excesivo.

CAPÍTULO III.
METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN

3.1. Introducción

Dentro de este capítulo se explica la forma y los métodos utilizados para poder desarrollar el trabajo de conocimiento científico, teórico e investigativo centrado en la estructura de capital de empresas grandes, que cumplen con características similares y homogéneas, el tipo investigación utilizado, método de muestreo y el instrumento mediante el cual se obtuvo información.

3.1.1. Tipo de investigación.

Antes de definir el tipo de investigación a utilizar, es necesario tener clara la definición de investigación. Ferreyra y Lía de Longhi (2010) nombran a algunos autores que definen a la investigación de esta manera: *“investigar es un proceso por el cual se intenta dar respuesta a problemas mediante procedimientos sistemáticos, que incluyen la producción de información válida y confiable”*.

Así mismo hablan de que toda investigación comienza por el tratamiento de algún problema, es decir, reside en encontrar, enunciar y realizar un trabajo, para resolver determinadas problemáticas a las que necesitamos darle respuesta. Se podría definir también como situaciones problemáticas a las que se plantean en contextos científicos, que son de interés para la comunidad científica, que generan investigaciones con medios o instrumentos para resolver las cuestiones planteadas, y que el objetivo primordial del trabajo desarrollado en ese marco es acrecentar el conocimiento.

Maya (2008) explica que el método científico no es infalible y tampoco autosuficiente, es decir que debe partir de algún conocimiento previo que se requiera concretar o bien ampliar para posteriormente adaptarse a las especificaciones de cada tema, materia y/o especialidad. Integra una serie de procedimientos lógicos, sistemáticos, racionales e intelectuales que permite resolver interrogantes. Es por ello que para el desarrollo del presente trabajo se ha recurrido a diferentes fuentes de información como libros, papers, internet, libros virtuales, artículos, entre otros que han permitido investigar acerca de los temas referentes a la estructura de capital y sus teorías aplicables, realizar un análisis y comparación de las percepciones de varios autores y llegar a conclusiones claras que darán un mejor entendimiento de este tema.

El protocolo o diseño de investigación hace referencia al plan o estrategia adoptado para conseguir la información que se persigue; por tanto señala los lineamientos que permitirán lograr los objetivos y contestar las preguntas planteadas sobre el fenómeno de estudio, nos explica Castro (2010).

El desarrollo de la presente investigación se la ha llevado a cabo desde un enfoque cualitativo, debido a que lo que se intenta es explicar de manera sencilla y clara que es lo que significa la estructura de capital con sus teorías aplicables, para que los lectores de este trabajo entiendan y puedan analizar mejor el tema. En el segundo capítulo se presenta modelos cuantitativos de las teorías aplicando ejercicios numéricos, pero esto se realizó para una mayor explicación; la recolección de datos se hará desde un perspectiva cualitativa.

El diseño de investigación desde un enfoque cualitativo es eminentemente flexible y no obedece a formas rígidas preestablecidas, lo que permite hacer ajustes en distintas fases. El diseño es un primer marco de referencia, un tanto provisional, sujeto a constantes cambios que las circunstancias y el sentido común así lo dictaminen. Bonilla y Rodríguez (2005) explican que los diseños cualitativos son interactivos, dinámicos y emergentes debido precisamente a esa condición de flexibilidad y dinamismo que mantiene este enfoque.

3.1.1.1. Fases del diseño.

Para emprender una investigación cualitativa, es importante en principio partir de una o varias ideas que orienten el trabajo. Estas ideas generales pueden surgir de la interacción con la realidad circundante, o de esas vivencias propias que llevan a cuestionamientos, inquietudes, replanteamientos. Este nuestro caso, se decidió tomar este tema de investigación debido a que es muy necesario para las empresas, incluso para todas las personas ya que toma en cuenta la forma de invertir los recursos económicos de forma conveniente.

De estas ideas variadas y generales, surgirá un tema de interés para la investigación, y de hecho una buena idea inicial servirá para plantear un problema de manera clara y organizada.

Castro (2010) recalca que las investigaciones cualitativas, no están sujetas a formas rígidas de desarrollo, de allí que el protocolo de investigación no necesariamente se ciñe en forma estricta a un plan preestablecido. Depende más bien del tipo de enfoque que se lleve adelante, por lo que pueden ser abordados desde la teoría fundamentada, estudios etnográficos, investigación – acción participativa entre otros o una combinación de estos. Es necesario recordar la condición de flexibilidad de esta modalidad de investigación, presente desde su inicio, pues la realidad situacional podría ser modificada en el proceso.

Llevar a cabo una investigación orientada a la perspectiva cualitativa de las empresas se debe a que no se ha abordado este tema a profundidad, no existen lineamientos específicos

y abundan ideas relacionadas con este tema que vale la pena analizar para así llegar a una conclusión clara y poder relacionar la parte científica con la realidad.

Castro (2010) afirma que las investigaciones cualitativas son muy diversas y flexibles en su forma, y será la o el investigador quién tomará las decisiones más convenientes en cada comento del proceso, dependiendo a su vez del enfoque utilizado.

3.1.1.2. Aspectos metodológicos.

La investigación cualitativa es una manera diferente de realizarla en la que existe una interdependencia entre todas las partes del proceso investigativo, convirtiéndose en acción activa y dinámica, que rompe con el criterio de linealidad que siguen las investigaciones cuantitativas.

Castro (2010) explica que partiendo de la concepción de flexibilidad de esta metodología, es conveniente puntualizar, entre otros, los siguientes aspectos:

- Enfoque utilizado
- Muestreo
- Alcance de la investigación
- Técnicas a utilizar (página 73)

3.1.1.3. Enfoque utilizado.

Como ya se explicó anteriormente el enfoque que se ha utilizado es el cualitativo, debido a la naturaleza de la investigación junto con el método científico, lo cual combinados ha permitido estudiar a profundidad el tema de estructura de capital. Se utiliza este enfoque y método porque lo que se pretende es analizar el tema con cierta profundidad, entender mejor los contenidos que abarca la investigación y explicar con mayor claridad todo lo expuesto, de manera que sea entendible para los usuarios de este documento.

3.1.1.4. Muestreo.

En la investigación cualitativa el concepto *muestra* adquiere otra significación, pues exige que se analice la conveniencia estratégica para obtener información relevante; para ellos se deben considerar dos aspectos:

- Cantidad de datos que lleva a una saturación
- Calidad respecto a la riqueza de información

Para decidir sobre el grupo a quien dirigir la investigación y sus unidades de estudio como objetivos, situaciones, textos o aspectos concretos, es importante una exhaustiva discusión, pues el muestreo cualitativo no se basa en reglas fijas e incluso puede ser modificado en el transcurso de la investigación.

En el caso de una investigación cuantitativa que pretende generalizar descubrimientos, se recurre casi siempre a extraer una muestra ante la imposibilidad de trabajar con todo el universo. En una investigación cualitativa, en cambio, se puede estudiar a profundidad ya sea un individuo o a un grupo dentro de una determinada situación, sin pretender generalizaciones, por lo que el escogimiento de una muestra está más bien sujeta al criterio del investigador.

Una de las grandes diferencias entre la metodología cuantitativa y cualitativa es precisamente el tipo de muestreo utilizado, de allí que el *muestro intencional* es el aceptado dentro del enfoque cualitativa, esto es, escoger de manera deliberada a quien o a quienes considerarlos como informantes para la investigación y no siguiendo formas estadísticas y probabilísticas.

Según Cecilia Castro, indica que el muestro intencional incluye dos modalidades a saber:

1. Muestreo opinático: Se selecciona la muestra siguiendo en criterio estratégico del investigador de acuerdo a la posibilidad de obtener información o conocimiento sobre el tema, así como el involucramiento al problema a investigar, es decir se escoge la persona o personas más idóneas y representativas según el caso.
2. Muestreo teórico: Se utiliza para generar teorías en donde el investigador selecciona datos, los codifica para su respectivo análisis, y en base a ello decide qué profundizar, qué otros datos recolectar y las fuentes en donde encontrar la información, para ir trabajando una teoría. Ello permite definir qué personas, grupo o sucesos enfocar en la investigación, así como el lugar y el tiempo.

Para esta investigación claramente se utilizó una muestra intencional, pues para analizar realmente este tema, se necesita de información que la proporcionan los gerentes o directores financieros de empresas grandes y medianas que necesitan gran financiamiento, que manejan mayor número de recursos económicos y que tienen lineamientos establecidos para operar estas dos variables, de manera que beneficie a la empresa con una toma de decisiones acertada.

Las empresas que se escogió como muestra cumplen con los siguientes requisitos:

- Empresas grandes y medianas (Sociedades anónimas)
- Mantienen grupo de inversionistas
- Tienen un Consejo de Administración
- Ante una separación de la propiedad y administración, la sociedad sobrevive
- Responsabilidad limitada
- El giro del negocio debe ser comercial

Dentro del tipo de muestreo intencional, se aplicó un muestreo opinático puesto que a nuestro criterio se eligió empresas que cumplieran con los requisitos establecidos y proporcionan información que aporta de manera significativa a nuestra investigación, compartiendo datos no numéricos, sino atribuibles a las decisiones financieras que toman tanto los directivos financieros con la aprobación de la administración. Cabe recalcar que los directivos de estas empresas estuvieron prestos a brindarnos información que ayudó dándonos un aporte específico y real a esta exploración del tema.

3.1.1.5. *Recolección de datos.*

La recolección de datos en la investigación cualitativa no cumple el propósito de medir variables para llegar a inferencias, sino más bien pretender obtener información de personas, grupos o comunidades sobre un fenómeno desde sus propias palabras y en su propio contexto.

Según Cecilia Castro esta etapa de recolección de datos es importantísima y debe ser realizada con mucha prolijidad pues si se efectúa de manera apresurada la investigación puede perder legitimidad, de allí la necesidad de tomar todas las precauciones que otorgarán muchas gratificaciones al finalizar el estudio. A nuestra opinión, se considera también importante esta fase debido a que mostrará la realidad de cada empresa y podremos comparar todo lo explicado en la parte científica.

La recolección de datos es la instancia que permite escuchar a las personas desde sus propias palabras, sus narraciones sobre las más diversas experiencias y prácticas sociales. Según Bonilla y Rodríguez (2005) le corresponde al investigador facilitar el proceso para que coincidan en un interés mutuo: generar el conocimiento más preciso y menos falseado de la realidad bajo estudio.

El rol del investigador no se limitará solo a formular preguntas. Su actitud debe ser de constante motivación para favorecer una activa participación, pues los datos cualitativos provienen de una profunda descripción que realizan las personas sobre sus imágenes mentales así como actitudes, creencias, percepciones, emociones frente a un fenómeno. En

base a este tipo de información, se podrá entender cómo se tejen las interacciones y cuáles son sus significaciones, de allí que la recolección de información se lo realice en los propios ambientes naturales y en sus propias realidades.

A diferencia de la investigación cuantitativa cuyo análisis de datos se hace luego de disponer de toda la información, en la investigación cualitativa prácticamente su análisis, interpretación, validación son procesos simultáneos que se realizan desde que se inicia la recolección de datos.

A su vez, los procesos de análisis tienen diversas dinámicas según los enfoques y tipos de investigación, dependiendo de la habilidad y estrategia científica que se ponga en el estudio. Sin embargo el contenido cualitativo debe garantizar su validez y va mucho más allá de una mera descripción, pues le corresponde analizar e interpretar los datos dentro de sus contextos socio – culturales. Esta condición requiere de organización, secuencia lógica y capacidad analítica que facilite dicho proceso.

3.1.1.6. Organización y transcripción de datos.

En el proceso de recolección de datos, se obtiene una inmensa cantidad de información que proviene principalmente de narraciones de los actores, observaciones directas del ambiente físico y psicológico, fotografías, videos, grabaciones, textos escritos como cartas, diarios, poemas, artículos, observación de formas comunicaciones diversas, verbales y no verbales como gestos, silencios. Se cuenta cada vez más con un acumulado de datos que debe ser ordenados oportunamente para no caer en situaciones de fuera de control el investigador mencionan Bonilla (2005).

El propósito de ordenamiento es avanzar en la construcción de una estructura de sentido sobre la infinidad de datos no estructurados, organizándolos en categorías o unidades de análisis, en tópicos o focos de interés.

La transcripción de los datos es una condición dispensable, pues, por una parte ese garantiza el contar con la información respectiva, y por otra se propicia una familiarización de la información, lo que enriquece su análisis e interpretación.

La transcripción debe ser realizada con mucho prolijidad otorgándole el debido cuidado y dedicación, pues no se puede perder de vista la transparencia y el buen recaudo de la información que refleje exactamente lo que dicen, sienten, piensan o hacen los actores sociales. Lejos de construir una actividad sencilla y mecánica, requiere de mucho cuidado para reproducir con fidelidad la realidad y que se desea conocer.

3.1.2. Formulación de encuesta y/o entrevista.

La investigación es por excelencia una actividad que utiliza la observación y la entrevista de manera combinada para rescatar la información requerida.

Grasso (2006) explica que la encuesta es un método de investigación importante. Esta importancia no deriva precisamente del hecho de que se utilizada en tantos estudios de marketing (comercial o político) sino de sus potenciales contribuciones al desarrollo del conocimiento propio de distintas ciencias sociales.

La encuesta es un procedimiento que permite explorar cuestiones que hacen a la subjetividad y al mismo tiempo obtener esa información de un número considerable de personas. Así, por ejemplo, permite explorar la opinión pública y los valores vigentes en una sociedad, temas de significación científica y de importancia en sociedades democráticas.

Castro (2010) expresa que la entrevista es un medio fundamental en el que se apoya todo contacto humano. Tiene una doble entrada de información mediatizada por la observación y la comunicación entre la persona entrevistada y entrevistador. Existe por tanto una correspondencia mutua, en el que interviene el lenguaje como principal elemento combinado con ademanes, posturas, gestos.

La entrevista es un medio práctico con el que se cuenta para poder obtener datos subjetivos relacionados con actitudes, sentimientos, opiniones, reacciones, además sirve como fuente de verificación de datos objetivos.

Como técnica de investigación científica es una interacción verbal realizada entre dos o más personas, con un propósito determinado, orientada hacia áreas de interés en el que el investigador ejerce un rol altamente especializado.

Es por ello que para el desarrollo de la investigación se realizó un cuestionario el cual consta de preguntas abiertas que se tomará como base para llevar a cabo la entrevista con los directores financieros de las diferentes empresas.

Para realizar la recolección de datos con cada uno de los representantes de las empresas se empleará una entrevista analítica o semi estructurada en la que se definen preguntas sin mantener rigurosidad de la entrevista en cuanto al orden del planteo. Se debe seguir la dinámica de la conversación recomendándose intercalar en la guía espacios para observaciones y datos surgidos en el transcurso ismo de la entrevista.

Así mismo se realizará una entrevista individual. En el transcurso de la entrevista se puede llegar a conocer criterios y opiniones que sobre una situación determinada o foco de interés

tienen dicha persona. A partir de allí el entrevistador obtiene información mediatizada por la observación de actitudes y reacciones afectivas. Por lo regular la entrevista en profundidad es personalizada.

3.1.3. Preguntas estructuradas.

Las preguntas que se han realizado dentro del cuestionario, el cual es dirigido a los directores financieros de distintas empresas, se han estructurado de forma abierta. Esto se realizó con el fin de obtener información amplia, detallada y suficiente para poder analizar distintos puntos del manejo de las finanzas en casos reales.

La obtención de información se realiza mediante una entrevista directa con los encargados financieros de algunas empresas que nos permitieron conversar y analizar más a fondo este interesante tema que ayuda tanto al desarrollo de este trabajo así como a despejar dudas y conocer mejor el manejo de sus empresas mediante las finanzas.

Las preguntas que se realizan, se detallan a continuación:

1. De acuerdo a su experiencia ¿Qué ventajas ofrece el sistema bancario actual a las empresas ecuatorianas, como fuentes de financiamiento? ¿Y desventajas?
2. ¿Cuál es su criterio sobre el mercado accionario en el país?
3. De acuerdo al contexto económico financiero nacional y sus regulaciones ¿Cuál considera que es la mejor alternativa de financiamiento para el desarrollo de las empresas?
4. ¿Qué opina acerca de la emisión de deuda como estrategia para reducir la tasa impositiva?
5. Si las empresas por emitir deuda o capital, ¿qué variable considera como la de mayor relevancia; costo o riesgo? ¿Por qué?
6. En base a su experiencia, ¿qué aspectos se consideran para constituir una estructura de capital, mixta, es decir la mezcla entre deuda y capital? ¿Considera qué es posible alcanzar una Estructura de Capital Óptima?
7. Qué tan cierta cree usted que es la afirmación: “Riesgo y Rentabilidad van de la mano”, ¿En qué porcentaje cree que se cumple?

8. Según la teoría de jerarquía financiera, las empresas más rentables son las que emiten menos deuda. Al constituirse ustedes como una empresa exitosa, ¿Cree que se cumple con esta afirmación? ¿Cuáles han sido los factores determinantes para establecer su estructura de capital?
9. El objetivo de aplicar finanzas corporativas es maximizar el valor de la empresa en el mercado o el valor de las acciones. ¿Cree usted que al aplicarla se ha cumplido con el objetivo dentro de la empresa que dirige?
10. El conocimiento de las finanzas corporativas ¿le ha ayudado a tomar mejores decisiones financieras? ¿Cuáles han sido las más importantes decisiones?

En base a las respuestas que nos detallen, se dará paso a analizar la obtención de información y llegar a conclusiones claras.

3.1.4. Resumen.

La metodología que hemos aplicado es la que tiene mayor factibilidad con este tipo de investigación debido a que no nos centramos en datos numéricos, si no que analizamos una parte más profunda del tema; analizamos la parte cualitativa de la finanzas y nos centramos en los conceptos básicos que se ha estudio durante el desarrollo de este trabajo.

Como parte importante de la búsqueda de información real, hemos optado por un muestreo intencional, del cual nos habla Cecilia Castro. Lo hemos realizado de esta manera porque para analizar un tema tan extenso se debía escoger empresas claves que puedan brindar información específica y concreta pero a su vez profunda y clara.

Las preguntas fueron de tipo abiertas debido a que nuestro objetivo está en ahondar en el tema obteniendo información real, la cual nos permita concluir con éxito la presente investigación y nos dé una idea más clara de cómo se manejan las finanzas.

CAPÍTULO IV.
ANALISIS DE RESULTADOS

4.1. Introducción

En este capítulo se describe la forma en cómo se llevó a cabo el estudio de campo del tema analizado referente a la estructura de capital; aplicando preguntas estructuradas, dirigidas a directores financieros de empresas concretas. A la vez se presentan los resultados de las entrevistas realizadas de forma que se profundice sobre el tema estudiado.

4.1.1. Ejecución de la investigación.

La investigación de campo se realizó con empresas reconocidas de la ciudad de Quito y Cuenca, debido a que en nuestra ciudad no se han constituido empresas grandes.

En primera instancia se determinó las posibles empresas que podíamos visitar, siendo crucial la ayuda prestada por diferentes docentes de la universidad a la que pertenecemos, quienes contaban con varios contactos y nos brindaron su ayuda. Una vez realizadas las respectivas llamadas se estableció la visita a cinco empresas; tres de las cuales se encontraban en la ciudad de Quito y dos en la ciudad de Cuenca.

Dentro los parámetros establecidos para la entrevista con cada director financiero se determinó que no sería necesario proporcionar información financiera cuantitativa de la empresa a la que acertadamente dirigen, debido a que nuestro objetivo es profundizar en el conocimiento que tienen acerca de las finanzas corporativas y como estas le ayudan a tomar mejores decisiones. Así mismo se estableció un máximo de 20 a 30 minutos para la realización de la entrevista con un número concreto de diez preguntas, explicando que la información sería utilizada estrictamente para fines académicos y con la finalidad de la obtención del grado de ingeniería.

Una vez establecido un cronograma de visita, nos movilizamos a las ciudades correspondientes, en donde tuvimos la acogida y disponibilidad de tiempo de los directores financieros. Cumplimos exitosamente con las visitas a excepción de una empresa de la ciudad de Cuenca que por carga de trabajo la directora financiera no pudo recibirnos, ofreciéndonos sus disculpas.

Cada director financiero supo dar su punto de vista de acuerdo a su experiencia, contestando de manera objetiva y clara a nuestras preguntas, las cuales serán analizadas posteriormente. A continuación se presenta un cuadro en el cual se enlistan las empresas y los directores financieros encuestados.

Cuadro N°1: Empresas encuestadas

EMPRESAS ENCUESTADAS		
<u>Empresa</u>	<u>Director financiero</u>	<u>Ciudad</u>
Hotel Howard Johnson		Quito
Delta Publicidad	Dr. Carlos Manuel Pachano	Quito
Comisersa S.A.	Ing. Andre Oviol	Quito
Austral Cía. Ltda.	Ing. Pedro Veintimilla	Cuenca

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

Se eligió estas empresas debido a que son reconocidas y han familiarizado con docentes de la universidad los cuales nos supieron apoyar y ayudar para realizar los correspondientes contactos. Además cabe considerar que al necesitar empresas grandes para el análisis eran pocas las oportunidades de conseguir citas. Por lo tanto se profundizó en cada entrevista realizada de manera que sea amplio el aporte que nos dieran para poder llegar a conclusiones claras.

4.1.2. Análisis de entrevista.

4.1.2.1. Ventajas y desventajas de sistema bancario actual.

Ventajas	Desventajas
Gran gama de productos	Costos financieros bastante altos
Liquidez colocada en el mercado	Falta de regulación
Apertura del BIESS	Mero manejo de dinero, créditos y tarjetas de crédito
Ofrece apoyo corporativo	Poco desarrollo en la banca pública
Incentivos tributarios	Falta impulsarse para generar empleo en el país
Facilidades de financiamiento	

Fuente: Entrevista aplicada a directores financieros de empresas de Quito y Cuenca, Agosto 2013

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

Los entrevistados afirmaron que el sistema bancario actual ha evolucionado positivamente y ha surgido un crecimiento considerable, aún más en la parte pública con la apertura el BIESS y el desarrollo del CFN que ofrecen una gama de productos que benefician al deudor si este cumple con parámetros como ser ecológicamente amigable, aliarse con pequeños productores, aplicando una economía asociativa. Con esto se les otorga incentivos tributarios que ayuda al desarrollo de la misma empresa. Con la apertura del BIESS se rompe el monopolio de los bancos y se regula y estabiliza las tasas bancarias según su opinión. De la banca privada se determina que es un simple manejo de dinero, créditos y

tarjetas de crédito y que en comparación con la banca pública le falta desarrollar nuevos productos y beneficios.

Las desventajas que, según los directores financieros tiene el sistema bancario son los costos financieros bastante altos, especialmente en las tarjetas de crédito que rodean por el 4 o 5% que en comparación con países vecinos está entre el 1 y 1.2% siendo este tema más regulado. Falta impulsarse más, falta más promoción ya que sería un generador de empleo en el país.

Como ya se habló antes, según Brealey, Myers y Marcus (2007) hacen referencia a la importancia que tiene el saber cómo funcionan los mercados, bancos y otras instituciones financieras para poder tomar una buena decisión de inversión que permita incrementar el valor de mercado de las empresas. Es por ello que los entrevistados están al tanto del este tema que es crucial para las empresas que dirigen.

4.1.2.2. Criterio sobre el mercado accionario en el país.

Mercado accionario
Mercado cerrado
No se ha desarrollado por tema cultural o falta de incentivos del gobierno
Son limitadas las oportunidades de inversión en la bolsa
La gente debe educarse
Falta de transparencia y rapidez en la gestión
Falta de información

Fuente: Entrevista aplicada a directores financieros de empresas de Quito y Cuenca, Agosto 201

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

Los entrevistados opinan que el mercado accionario en el país no se ha desarrollado debido a la falta de información, falta de incentivos por parte del gobierno para expandirlo, falta de transparencia, de rapidez en la gestión, falta de educación en la gente para fomentar el ahorro, y por miedo de las personas tanto naturales como sociedades de cotizar en bolsa.

Añaden que existe mucha liquidez, en especial en la clase media que colocan sus excedentes en pólizas de acumulación con tasas del 4 o 5%, mientras que cotizando en bolsa podrían recibir un porcentaje mayor al 10%. En otros países como Estados Unidos o Francia el paquete accionario está entre el 18 y 25%. Todos coinciden en que falta incentivar el tema de la bolsa de valores en el país y sobre todo en educar a las personas desde un nivel medio hasta un nivel universitario y con los medios necesarios.

Es necesario tener el conocimiento suficiente acerca del mercado financiero, que es aquel que emite y negocia títulos, siendo el principal actor la Bolsa. Aquí es donde se emite acciones llamada oferta pública de venta. Los compradores ayudan a financiar las inversiones de la empresa y se convierten en copropietarios de la empresa. En el caso de nuestro país existen empresas grandes que cotizan en bolsa como por ejemplo, Corporación Favorita, Pronaca, Adelca, Holcim, Colineal; son empresas ya constituidas y con muchos años de trayectoria que les ha permitido crecer en gran escala. Pero aun falta impulsar más el tema de cotización de bolsa, falta educar a la gente en temas como el ahorro y la inversión.

4.1.2.3. Mejor alternativa de financiamiento.

Mejor alternativa de financiamiento
Inversiones directas de los socios
Auto sostenibilidad
Banca pública – CFN
Emisión de deuda

Fuente: Entrevista aplicada a directores financieros de empresas de Quito y Cuenca, Agosto 2013

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

En esta pregunta existen criterios diferentes, cada uno opta por diferentes medios de financiamiento. El primero nos habla de inversiones directas de los socios porque no tiene costos financieros, y como segunda opción optaría con el apalancamiento con la banca pública por los beneficios que ofrece.

En otra opinión nos hablan del auto sostenibilidad, es decir que la misma empresa y sus colaboradores debe ser un motor de productividad y lograr el financiamiento necesario. De igual manera si no lo logra optaría por deuda con la banca.

Un tercer director financiero nos habla de que optaría por la banca pública, ya que en su opinión la banca privada no tiene plaza y los fondos son limitados. En cambio la banca pública tiene el apoyo del gobierno y es la mejor opción.

Cada entrevistado le da prioridad a diferentes formas de financiamiento pero como segunda opción todos coinciden en que endeudarse o apalancarse con la banca sería el camino a seguir, descartando la idea de financiarse a través de la emisión de bonos y acción.

Se ha hablado de que existen dos formas de financiamiento; está la deuda por un lado y el capital accionario por otro. Sin embargo nuevamente se comprueba que la bolsa de valores

con la emisión de bonos y acciones no es una opción en la mente de los directores financieros.

4.1.2.4. Emisión de deuda para reducir la tasa impositiva.

Emisión de deuda para reducir la tasa impositiva
Mejor escenario
Es una oportunidad
La mejor manera de financiarse
Se puede desarrollar más

Fuente: Entrevista aplicada a directores financieros de empresas de Quito y Cuenca, Agosto 2013

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

Los directores financieros consideran y coinciden en que es el mejor escenario u oportunidad para financiarse si se toma en cuenta que reduce la tasa impositiva y se convierte en un escudo fiscal. Uno de nuestros entrevistados menciona que para financiarse se toma en cuenta el riesgo país, el riesgo de mercado y el riesgo de negocio cuando se utiliza dinero de los accionistas, mientras que la apalancarse con deuda el dinero resulta más barato aprovechando la tasa impositiva. Es una estrategia que debe manejarla bien y en el momento que se requiera.

Cuando las empresas consiguen préstamos, prometen hacer pagos regulares de interés y pagar el principal. Los pagos de interés de la compañía se consideran un costo, por lo que se deducen del ingreso gravable. Así que el interés se paga de ingreso antes de impuestos, mientras que los dividendos sobre las acciones comunes y preferentes se pagan del ingreso después de impuestos. Es decir, el gobierno otorga un subsidio fiscal sobre el uso de la deuda que no se constituye en capital.

4.1.2.5. Variable de mayor relevancia ¿Costo o riesgo?.

En opinión de los cuatro entrevistados, concuerdan que costos y riesgo van de la mano ya que si no se controla el costo, el riesgo es mayor pero el riesgo es relevante en la toma de decisiones financieras ya que a mayor riesgo mayor rentabilidad. Para tomar decisiones, el análisis es lo más importante; si se conoce que el costo va a determinar un riesgo no tolerable entonces esa no es la mejor opción de financiamiento. La relevancia viene desde el origen y el origen es el riesgo en base al costo, aporta un director financiero. Así mismo nos hablan de que debe estar alineado estratégicamente todo el concepto de inversión, teniendo una buena presupuestación, modelo de negocio y con esto, analizar la mejor opción.

Un aporte adicional por parte de un entrevistado se presentó añadiendo que no siempre se cumple este principio financiero, debido a que existe negocios con muy poco riesgo pero que reciben grandes cantidades de rentabilidad; entre estas las empresas que se alinean con el estado que tienen cuantías definida y proyectan sus costos, sus gastos y su flujo; y la plata es garantizada y no tiene mayor riesgo.

4.1.2.6. Aspectos considerados para constituir una estructura de capital.

Aspectos considerados para una ECO
Análisis de mercado
Buen modelo de negocio
Endeudamiento como tal
Costos y riesgo
Análisis de costo – beneficio
Margen de rentabilidad
Retorno del inversión

Fuente: Entrevista aplicada a directores financieros de empresas de Quito y Cuenca, Agosto 2013

Elaborado por: Ma. Belén Ramírez y María Belén Muñoz

En primera instancia los directores financieros opinan que todas las empresas necesitan una inversión inicial que salga del bolsillo de los accionistas y financiarse con deuda. Para ello se debe encontrar la mezcla adecuada para que el negocio genere rentabilidad. Para esto toman en cuenta aspectos como el análisis de mercado, es decir primero determinan si el producto o servicio que van a brindar a la sociedad tendrá una acogida considerable para que retorne la inversión. Y dentro de este análisis toman en cuenta el costo, el riesgo y la rentabilidad que son los aspectos principales para tomar la decisión de invertir.

Los autores coinciden en que para que una empresa pueda expandirse necesitan recurrir a la deuda o al capital contable; ambas opciones poseen ventajas y desventajas. Por su parte existen algunas decisiones y/o aspectos que deben considerarse en una estructura de capital, entre ellos están: estabilidad de ventas, apalancamiento de operación, rentabilidad, estructura del activo, tasa de crecimiento, impuestos, control, entre otros.

Respecto a la ECO, recordemos que hay autores que afirman que este es un aspecto idealizado; pues M&M por ejemplo, afirma que encontrar una estructura óptima de capital requiere de varios factores, entre los más importantes, que el mercado sea perfecto, es decir que no haya la presencia de impuestos. Sin embargo los empresarios entrevistados, opinan que se puede alcanzar una ECO y que esto dependerá de la habilidad del administrador

financiero para tomar decisiones y para manejar con eficiencia los recursos que le sean asignados.

4.1.2.7. Se cumple la afirmación “Riesgo y rentabilidad van de la mano”.

Tres de los entrevistados opinan que esta afirmación se cumple al 100%. Hay una relación clara entre en análisis de costo, riesgo y rentabilidad, y los tres funcionan entre sí, no puede analizarse por separado, opinan ellos. Además esta comparación es importante para no tomar riesgos innecesarios al momento de financiarse.

Sin embargo el cuarto director financiero indica que esta afirmación no siempre se cumple debido a que como ya lo había mencionado, existen empresas que ya tienen asegurado una rentabilidad alta con cero riesgos. Por lo tanto no siempre se va a cumplir esta afirmación.

Volviendo al capítulo 2, “relación entre riesgo y rendimiento”: Los inversionistas inteligentes no asumen riesgos únicamente por diversión. Están jugando con dinero real. Por lo tanto, demandan un rendimiento más alto del portafolio del mercado que de las letras del Tesoro. La diferencia entre el rendimiento de mercado y la tasa de interés se denomina *prima de riesgo del mercado*.

Así se puede decir, que lo que debe evaluarse antes de tomar una decisión es la prima de riesgo de mercado.

4.1.2.8. Se cumple la afirmación “Las empresas más rentables generan menos deuda”.

Una de las aseveraciones empíricas de la teoría de la jerarquía financiera es que las empresas más rentables emiten menos deuda.

De acuerdo a las entrevistas se puede comprobar que no siempre se va a cumplir esta afirmación; pues de varios aspectos como el sector, del tipo de negocio y la capacidad de inversión que tenga el empresario.

Los financieros manifiestan que lo óptimo es tener el dinero para que no existan costos financieros, pero si la empresa necesita apalancarse para poder generar mayores y mejores resultados ampliando o mejorando su actividad económica y motor de producción, deberá hacerlo analizando la capacidad de cumplir con sus obligaciones financieras.

Es lógico que si las empresas no tienen obligaciones con la banca, generará mayor rentabilidad, cita un entrevistado. Pero no siempre se contará con los fondos necesarios.

Habrá que tomar riesgos para crecer, involucrando el apalancamiento y dependerá de la habilidad del administrador poder sobrellevar este financiamiento.

4.1.2.9. *Aplicar finanzas corporativas máxima el valor de la empresa en el mercado.*

El objetivo de las finanzas corporativas es siempre, maximizar el valor de la empresa o firma en el mercado.

De acuerdo a las respuestas de los financieros se concluye que efectivamente aplicando finanzas corporativas a las empresas se ha logrado maximizar el valor de la empresa en el mercado o el valor de las acciones. Los directores financieros comentan que esta rama es un gran apoyo para la administración de las empresas, permite tener una mayor organización financiera, aplicar mejores políticas, ser transparentes y eficientes en la toma de decisión. Lo que se espera es que al aplicar las finanzas se logre traer flujo futuros positivos a valor presente y determinar el valor máximo que se debe invertir en las empresas. Así mismo opinan que al observar la curva de crecimiento en cada una de las empresas que dirigen, la evolución de las finanzas les ha permitido crecer y cumplir con el objetivo financiero.

Hacer rentable a las compañías en base a las finanzas es el tema más inteligente y en el cual se debe ser asertivo, considera un director financiero.

4.1.2.10. *Mejor toma de decisiones en base a las finanzas.*

Graham, Smart y Megginson (2010) explican que las finanzas corporativas sirven en la práctica para administrar el dinero que fluye dentro y fuera del negocio. En otras palabras sirven para que los directivos financieros tomen mejores decisiones que les permitan dar mayor valor a la empresa y por lo tanto a sus inversionistas.

Para los directores financieros entrevistados ha sido fundamental la aplicación de las finanzas en sus empresas, debido a que efectivamente les ha ayudado a tomar mejores decisiones.

Basándose en estas han podido analizar las mejores inversiones, el tiempo de la inversión, su plazo, su colocación, el riesgo y costo que involucra.

Las finanzas corporativas ayudan a tomar en cuenta diferentes puntos de vista en base a la administración financiera del negocio y así obtener mejores resultados, cumplir con objetivos y ser líderes en el mercado.

4.1.3. Resumen.

Al momento de formar una estructura de capital los financieros pueden decidirse entre deuda o capital contable, a esto se suma el conjunto de factores que influyen en la decisión a tomar, como impuestos, tasas de interés, rentabilidad, riesgo, costo y fluctuaciones económicas. Se cree que alcanzar una ECO es más bien idealizarlo, sin embargo los financieros entrevistados afirman que es posible hacerlo y que ahí es donde se pone en juego la capacidad del administrador financiero para tomar las decisiones y administrar los recursos.

Al realizar la entrevista a los diferentes directores financieros y haber analizado cada una de sus respuestas podemos llegar a la conclusión de qué como elección de financiamiento optarían por capital propio o deuda como segunda opción. Al apalancarse con deuda preferirían hacerlo con la banca pública ya que ofrece mayores beneficios.

Los entrevistados opinan que a la Bolsa de Valores de nuestro país le falta promoción, la gente debe educarse en el ahorro, el gobierno debe impulsar una cultura acerca de este tema y sobre todo impulsar al desarrollo de la Bolsa.

Riesgo y rentabilidad es un principio básico en las finanzas mas no siempre se cumple.

Y finalmente, el conocimiento de las finanzas corporativas es una herramienta de gran ayuda en el manejo de toda empresa, incluso la mayor parte de los entrevistados coincide con que se debe formar a niños y jóvenes con una cultura financiera.

CONCLUSIONES

Las finanzas corporativas se ocupan de cómo tomar las mejores decisiones para aumentar la riqueza de los accionistas, esto es, el valor de sus acciones; este es siempre su objetivo.

Toda empresa para llevar a cabo sus actividades necesita capital, este puede provenir de la emisión de deuda o del capital contable. Decidir la combinación de cómo mezclar estos dos componentes es lo que se llama estructura de capital, y dependerá de la habilidad financiera que posea el administrador para hacerlo. Lo ideal es alcanzar la estructura de capital óptima, esto requiere de varios factores, entre los más importantes, que el mercado sea perfecto, es decir que no intervengan impuestos a la decisión de financiamiento. Por su parte, los directores financieros entrevistados manifiestan que no es un asunto idealizado; si se estudia continuamente el mercado, en efecto, es posible alcanzar una estructura de capital que se ajuste a las necesidades del funcionamiento de cada empresa, que maximice el valor de la misma y minimice el costo de capital.

Si no existieran los costos de modificación de la estructura de capital, todas las empresas estarían siempre en su ratio objetivo de endeudamiento. Sin embargo existen costos y por tanto retrasos en ajustarse al óptimo.

Existen algunas teorías financieras, para el desarrollo de nuestro trabajo se estudió a dos grandes de ellas la *Teoría de la jerarquía financiera* y la *Teoría del Equilibrio*, la primera se basa en la suposición de que las empresas más rentables de una industria tienen las razones de deuda más bajas, mientras que la segunda manifiesta que las empresas más grandes deben poseer elevados ratios de endeudamiento para aprovechar las deducciones fiscales; tras el estudio realizado se puede decir que estas no son más que aseveraciones empíricas, pues no siempre se cumple, hay una serie de factores económico-financiero que intervienen, y, además dependerá del sector en el que se desenvuelva una empresa y del tipo que esta sea.

Respecto a las conclusiones en cuanto a la opinión de los directores financieros, se puede decir que concuerdan en que a la bolsa de valores del país le falta promoción y a la gente educarse o educar en esto tema puesto que es de gran interés para el desarrollo del mercado accionario. La alternativa de financiamiento que optarían serían inversiones directas de los socios, es decir financiarse internamente. La afirmación “riesgo y rentabilidad van de la mano” se cumple en un 100% debido a que las finanzas establecen que a mayor riesgo mayor rentabilidad. Son muchas las variables que se observan para la toma de decisiones, pero no siempre serán estáticas en cuanto a su reacción en el mercado, por lo

tanto los directores financieros establecen sus decisiones en cuanto al vivir diario de su empresa y su propia experiencia.

RECOMENDACIONES

En cuanto a las recomendaciones, se puede decir que debería impulsarse lo concerniente al mercado accionario, la bolsa de valores constituye un tema de gran importancia pero se lo ha dejado de lado y no se ha promovido incluso a un nivel cultural, ya que se podría lograr grandes cambios en el pensar de las personas y se obtendría un mayor ahorro de su capital propio. Además, no dejar de lado el mercado financiero puesto que es una opción de financiamiento muy utilizada, aunque aún en el país no está bien analizado y establecido; se están optando por la banca pública por los beneficios que ofrece y se deja de lado la banca privada.

Una recomendación importante es que no se deje de lado las finanzas, es un tema que en la actualidad está siendo muy utilizado por las empresas y su dirección. A pesar de que no se tenga los conocimientos suficientes, los directores financieros pueden llevar a cabo medidas decisivas en cuanto a las variables que se les presenten, a los cambios en el mercado y a otros factores que puedan afectar su economía e influir en la toma de decisiones. Las finanzas constituyen un argumento muy amplio y debe ser analizado de manera minuciosa de tal manera que se tomen decisiones más asertivas, precisas y allegadas a la realidad.

BIBLIOGRAFÍA

- Baker H. Kent, Martin Gerald S.; (2011), *Capital structure and corporate financing decisions*, Hamilton, 494 páginas.
- Warren Carl S., Reeve James M., Fess Philip E.; (2005), *Contabilidad Administrativa*; Thomson, 602 páginas.
- Grasso Livio; (2006), *Encuestas, elementos para su diseño y análisis*; Encuentro Grupo Editor, 186 páginas.
- Ortega de la Poza Rafael; (2009), *Factores determinantes de la estructura financiera: Un Análisis Comparativo*; ESIC Editorial España, 304 páginas.
- Merton Robert C.; (2003), *Finanzas*; Pearson Educación, 479 páginas.
- Dumrauf Guillermo L.; 2003, *Finanzas corporativas*; Grupo Guía S.A.; 605 páginas.
- Ehrhardt Michael C.; y Brigham Eugene F.; (2006), *Finanzas Corporativas*; Cengage Thomson, 649 páginas.
- Graham John R., Smart Scott B., Megginson William L.; (2011), *Finanzas corporativas, el vínculo entre la teoría y lo que las empresas hacen*; Cengage Learning, 933 páginas.
- Brealey Richard A., Myers Stewart C., Marcus Alan J.; (2007), *Fundamentos de finanzas corporativas*; The McGraw-Hill Companies, Inc., 764 páginas.
- Brealey Richard A., Myers Stewart C., Allen Franklin; (2010), *Fundamentos de finanzas corporativas*; The McGraw-Hill Companies, Inc., 976páginas.
- Emery Douglas R., Finnerty John D., Stowe John D.; (2000), *Fundamentos de administración financiera*, Pearson Educación, 816 páginas.
- Ross Stephen A.; Westerfield Randolph; y Jordan Bradford D.; (2008), *Fundamentals of Corporate finance*; The McGraw-Hill Companies, Inc., 753páginas.
- Brigham Eugene F., Houston Joel; (2009), *Fundamentals of financial management*; Cengage Learning, 677 páginas.

- Graham John R., Smart Scott B., Megginson William L.; (2010), *Introduction to corporate finance*, Abridged edition, 736 páginas.
- Castro Ledesma Cecilia; (2010), *Investigación cualitativa, visión teórica y técnicas operativas*; Universidad de Cuenca facultad de Jurisprudencia, 269 páginas.
- Rodeiro Pazos David; (2008), *La creación de empresas en el entorno universitario español y la determinación de su estructura financiera*; Universidad de Santiago de Compostela, 342 páginas.
- Martín Mato Miguel Ángel; (2007), *Mercado de Capitales, los mercados de acciones y bonos en la práctica*; Thomson, 229 páginas.
- Maya Esther; (2008), *Métodos y técnicas de investigación*; Coordinación Editorial de la Facultad de Arquitectura de la Universidad Nacional Autónoma de México, 110 páginas.
- Ferreyra Adrinana, De Longhi Ana Lía; (2010), *Metodología de la investigación*; Encuentro Grupo Editor, 130 páginas.
- Gitman Lawrence J.; (2003), *Principio de la administración financiera*; Pearson Educación, 676 páginas.
- Lahoud Daniel; (2002); *Principios de las finanzas y mercados financieros*, Publicaciones UCAB.

ANEXOS



UNIVERSIDAD TÉCNICA PARTICULAR DE LOJA
TITULACIÓN DE CIENCIAS CONTABLES Y AUDITORÍA
TESIS PARA INGENIERÍA

Entrevista dirigida a Director Financiero o Gerente

Empresa:

Ciudad:

Fecha:

DESARROLLO

1. De acuerdo a su experiencia ¿Qué ventajas ofrece el sistema bancario actual a las empresas ecuatorianas, como fuentes de financiamiento? ¿Y desventajas?
2. ¿Cuál es su criterio sobre el mercado accionario en el país?
3. De acuerdo al contexto económico financiero nacional y sus regulaciones ¿Cuál considera que es la mejor alternativa de financiamiento para el desarrollo de las empresas?
4. ¿Qué opina acerca de la emisión de deuda como estrategia para reducir la tasa impositiva?
5. Si las empresas por emitir deuda o capital, ¿qué variable considera como la de mayor relevancia; costo o riesgo? ¿Por qué?
6. En base a su experiencia, ¿qué aspectos se consideran para constituir una estructura de capital, mixta, es decir la mezcla entre deuda y capital. ¿Considera qué es posible alcanzar una Estructura de Capital Óptima?
7. Qué tan cierta cree usted que es la afirmación: “Riesgo y Rentabilidad van de la mano”, ¿En qué porcentaje cree que se cumple?
8. Según la teoría de jerarquía financiera, las empresas más rentables son las que emiten menos deuda. Al constituirse ustedes como una empresa exitosa, ¿Cree que se cumple con esta afirmación? ¿Cuáles han sido los factores determinantes para establecer su estructura de capital?

9. El objetivo de aplicar finanzas corporativas es maximizar el valor de la empresa en el mercado o el valor de las acciones. ¿Cree usted que al aplicarla se ha cumplido con el objetivo dentro de la empresa que dirige?

10. El conocimiento de las finanzas corporativas ¿le ha ayudado a tomar mejores decisiones financieras? ¿Cuáles han sido las más importantes decisiones?