

**“ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE SOCIEDADES  
ANÓNIMAS ABIERTAS PERTENECIENTES A ASIVA”**

**TESIS PARA OPTAR AL TÍTULO DE CONTADOR PÚBLICO AUDITOR Y AL GRADO DE  
LICENCIADO EN SISTEMAS DE INFORMACIÓN FINANCIERA Y CONTROL DE GESTIÓN**

**Tesistas : Jocelyn Molina Morales  
: Renée Palma Bascuñán  
Profesor Guía : Eduardo Cabezas Arcos**

**Valparaíso, Julio de 2009**

## *Agradecimientos*

*Quiero comenzar agradeciendo a mi familia, que con amorosa paciencia e incondicional apoyo, me han acompañado en cada etapa de mi vida. A mis padres, por su infinito amor y por entregarme las herramientas para forjar los pilares de mi vida. Lo que soy es gracias a su esfuerzo y dedicación.*

*A mis hermanas, y a cada uno de mis seis sobrinos.*

*También agradezco a todas aquellas personas que fueron parte importante durante estos años, por brindarme su amistad y cariño.*

*A esa persona especial en mi vida, ha sido mi amigo, compañero, amor, gracias por tu ayuda y apoyo en esta etapa de mi vida.*

*Finalmente, agradecer a mis profesores por hacer de mí una gran profesional, y a Dios por su bendición y protección.*

*¡Muchas Gracias!*

*Renée Carolina Palma Bascuñán*

*AGRADECIMIENTOS*

*Doy infinitas gracias.....*

*A Dios, por llenar mi vida de dicha y bendiciones*

*A mi pequeño tesoro Mi Hija, por ser mi fuerza y templanza*

*A mis padres, por su amor y apoyo*

*A Mi amor, por su comprensión y cariño*

*Y a todos aquellos que han sido partícipes de algún modo.*

*Jocelyn Molina Morales.*

## INDICE

Resumen .....	5
Marco teórico .....	6
I. Conceptos Generales sobre Estructura de Capital.....	6
1. Introducción.....	7
1.1 Sociedades Anónimas.....	7
1.2 Concepto de Financiación.....	11
1.3 Estructura de Capital.....	13
1.4 Riesgos.....	14
II. Las teorías financieras sobre la estructura de capital y.....	16
Herramientas de análisis	
2. Introducción.....	17
2.1 Modelos Teóricos.....	18
2.2 Herramientas de Análisis.....	22
2.3 Análisis Financiero.....	33
Problema de Investigación.....	39
Formulación de Preguntas.....	40
Objetivos de la Investigación.....	41
Metodología .....	42

La Investigación en una muestra de Empresas.....	45
Descripción de la Muestra.....	45
Representación Grafica.....	45
Conclusiones .....	61
Bibliografía .....	63
Anexos .....	65
Estados Financieros Sociedades Anominas Abiertas y sus Análisis De Ratios	
A.    Coca Cola Embonor S.A.....	65
B.    EsvaI S.A.....	67
C.    Sintex S.A.....	69
D.    Sopraval S.A.....	71
E.    Valparaiso Sporting Club S.A.....	73

## **RESUMEN**

Debido a que la sociedad actual se encuentra sometida a cambios, al administrador financiero se le plantean cada vez problemas mas difíciles de resolver, ya que deben tener una mayor cautela en las decisiones de inversión, política de dividendos y particularmente en las decisiones de financiamiento, con lo cual, surge una de las interrogantes claves en finanzas, siendo esta la existencia o no de una estructura optima de capital.

En esta tesis se tratará el tema de estructura de capital y decisiones de financiamiento mencionando conceptos básicos, principales teorías, herramientas practicas de análisis, todo esto mediante la recolección de materiales, comparación de estados financieros para analizar su comportamiento y la utilización de herramientas como cuestionarios para conocer los factores que se toman en cuenta objeto de esta investigación y así evaluar los resultados y obtener conclusiones.

## **Capitulo 1**

### **Conceptos Generales en relación a la estructura de capital**

# 1. INTRODUCCION

En el presente capítulo se trata de obtener una claridad conceptual para poder introducirnos en el tema práctico de la tesis, realizando una revisión de los conceptos y de la literatura financiera más relevante sobre el estudio de la estructura de capital. Dicha revisión se realizará a partir de los siguientes temas:

- 1.1 Sociedades Anónimas
- 1.2 Financiación de la empresa
- 1.3 Estructura de capital
- 1.4 Tipos de riesgos

## 1.1 Sociedades Anónimas

Considerando que este trabajo se ha efectuado sobre empresas que se encuentran conformadas bajo la figura de sociedades anónimas, resulta necesario conocer que se entiende por este tipo de organizaciones y que la diferencian de otras formas jurídicas que existen en nuestro país.

“La sociedad anónima es una persona jurídica formada por la reunión de un fondo común, suministrado por accionistas responsables sólo por sus respectivos aportes y administrada por un directorio integrado por miembros esencialmente revocables.

La sociedad anónima es siempre mercantil, aun cuando se forme para la realización de negocios de carácter civil”.<sup>1</sup>

Entonces, este tipo de empresas se diferencian de las entidades de Responsabilidad Limitada en lo siguiente:

En cuanto a;

---

<sup>1</sup> Ley N° 18.046 Sociedades Anónimas. Art.1

- a) **Responsabilidad limitada de los accionistas;** cada socio o accionista no responde personalmente por las deudas sociales, la sociedad responde por sus actividades con el capital social formado mediante los aportes de los accionistas. El accionista sólo se obliga respecto de la sociedad a enterar la cuota prometida cuya naturaleza, monto o cuantía ha sido fijada previamente. El socio o accionista que ha pagado íntegramente su acción queda liberado de cualquier otra obligación de la sociedad. La única obligación del accionista con la sociedad es enterar el monto de la acción, luego queda liberado de cualquier otra obligación con la sociedad, y ésta responde de las deudas sociales ilimitadamente con todo su patrimonio. Se ha dicho que mas bien el accionista carece de responsabilidad por las deudas sociales. El artículo 19 de la ley N° 18.046, señala que los accionistas sólo son responsables del pago de sus acciones.
- b) **División del capital social en acciones representada por títulos negociables;** las SA forman su capital por los aportes efectuados por los accionistas, tanto en el momento de constitución de la sociedad o colocación de un aumento de capital. Lo que interesa en esta sociedad, a diferencia de otras, no es la actividad personal de sus socios sino el aporte patrimonial que realizan a las sociedades, eso es lo que precisamente permite y facilita la negociación de los títulos representativos de dichos aportes, que son acciones de SA. La división del capital social en acciones, y la libre cesión de los derechos es una característica fundamental de las SA y que deriva del carácter de sociedad de capital que este tipo de sociedad reviste, y que se traduce en la irrelevancia que la persona del socio tiene en ella. A diferencia de las sociedades de personas, en que los socios no pueden ceder sus derechos sociales sin la autorización de todos los socios, además la cesión implica una modificación de los estatutos, el artículo 11 de la Ley N° 18.046, señala que el capital social estará dividido en acciones y el artículo 12 señala que las acciones serán nominativas y su suscripción constará por escrito en la forma que determine el reglamento. La transferencia se hará en conformidad a este reglamento y establece en el inciso 2° del artículo 12 que a las sociedades no les corresponde pronunciarse sobre la transferencia de acciones y está obligada a inscribir sin más trámite los traspasos que se le presenten siempre que éstos se ajusten a las formalidades del artículo. Lo mismo señala el artículo 16 del reglamento. La ley constata entonces la libre transferencia de acciones. El artículo 14 de la ley establece que no se pueden fijar en

los estatutos de las SA abiertas disposiciones que limiten la libre cesibilidad de las acciones, y agrega el inciso 2° que los pactos particulares de accionistas relativos a cesión de acciones deben ser depositadas en la compañía, a disposición de los demás accionistas y terceros interesados, y se hará referencia a ellos en el registro de accionistas. Si esto no ocurre se tendrán por no escritos, no producirán efecto alguno.

- c) **Administración delegada**; la administración le corresponde a un directorio integrado por miembros esencialmente revocables. En las SA en materia de administración predomina el organicismo de terceros, a diferencia de las sociedades de personas. Existen dos principios fundamentales; *el principio de la revocabilidad y el de la temporalidad de los integrantes del directorio*. Se deduce ello de la definición de SA. El artículo 31 de la ley señala que será un directorio elegido por la junta de accionistas. El inciso 2 señala que los estatutos de las SA establecerán un número invariable de directorios. La renovación de éste será total y se efectuará al final del periodo de duración, lo que constituye una medida de protección para los accionistas minoritarios. También establece el artículo 31 que el periodo por el cual se elijen los directores no será mas de tres años y señala que los directores podrán ser reelegidos indefinidamente en sus funciones, y a falta de disposición de los estatutos se entenderá que el directorio se renueva cada año. El artículo 38 indica que el directorio será revocado en su totalidad por la junta de accionistas, no procediendo la revocación individual de unos o mas de los miembros del directorio, también es una medida de protección de los accionista minoritarios. El artículo 56 se refiere a las materias que incumben a la junta ordinaria de accionistas, en el número tres se señala la revocación del directorio. Estos principios obedecen a las circunstancias de que en la SA los accionistas están en constante variación como consecuencia de la libre cesibilidad de las acciones y lógicamente los directores deben representar a la mayoría cambiante.
- d) **Carecen de razón social**; la irrelevancia de la persona de los socios en las SA se proyecta también en la identificación jurídica de las sociedades y es por esto que ellas carecen de razón social en el sentido otorgado en las sociedades colectivas (forma enunciativa de todos los socios o alguno de ellos más las palabras “y compañía”). Hasta la dictación de la actual ley necesariamente la denominación

social en las SA debía formarse con una alusión al objeto debiendo además destacarse el carácter de anónima con la utilización de dicha palabra o las iniciales SA, el cambio de un accionistas no trascendía en la modificación del nombre social ni del nombre social, de ahí el carácter de anónima. En otros países se conocen con el nombre de sociedades por acción. Hoy en día rige el artículo 8 de la ley, el nombre de la sociedad deberá incluir las palabras “sociedad anónima” o la abreviatura SA. No hay ninguna exigencia respecto a que necesariamente el nombre de la SA deba incluir alguna referencia al objeto de la sociedad, como ocurría anteriormente, y aunque en la práctica se alude al objeto es sólo por costumbre. Tampoco hay inconveniente para que el nombre de una SA incluya el nombre de alguno de los accionistas

- e) **La personalidad jurídica:** se deduce de la misma definición del Código Civil y de la Ley de SA. Esto significa la existencia de un órgano autónomo provisto de un patrimonio separado y capaz de ejercer derechos y contraer obligaciones

Ahora bien, como lo define la ley N° 18.046, las sociedades anónimas pueden ser de dos clases: abiertas o cerradas.

Son sociedades anónimas abiertas:

- 1) Aquellas que tienen 500 o más accionistas.
- 2) Aquellas en las que, a lo menos, el 10% de su capital suscrito pertenece a un mínimo de 100 accionistas, excluidos los que individualmente, o a través de otras personas naturales o jurídicas, excedan dicho porcentaje, y
- 3) Aquéllas que inscriban voluntariamente sus acciones en el Registro de Valores.

Las sociedades anónimas abiertas y las sociedades anónimas cerradas que acuerden en sus estatutos someterse a las normas que rigen a las sociedades anónimas abiertas, o que por disposición legal estén obligadas a hacerlo, quedarán sometidas a la fiscalización de la Superintendencia de Valores y Seguros, en adelante la Superintendencia, deberán inscribirse en el Registro de Valores y observar las disposiciones aplicables a las sociedades anónimas abiertas.

La Superintendencia podrá, mediante norma de carácter general, establecer categorías de sociedades anónimas abiertas para efectos de la fiscalización, pudiendo establecer normas y

requisitos de funcionamiento e información simplificados, cuando se trate de sociedades que no hagan oferta pública de sus valores o que la transacción de los mismos no sea relevante para el mercado de valores.

## **1.2 Concepto de financiación de la empresa: Estructura de Capital.**

Cabe señalar que las líneas de decisión importantes en materia financiera son las referidas a inversiones, política de dividendos y financiamiento de la empresa. Es justamente respecto a ésta última decisión, donde se enmarca la estructura de capital.

En la investigación de la estructura financiera de las empresas se desarrolla una línea que contempla el estudio de los factores que influyen en la decisión de endeudamiento de las mismas. Los factores considerados observan diferentes aspectos o características económico-financieras propias de la empresa y/o de su entorno económico e institucional.

El estudio particular de los factores determinantes de la decisión de endeudamiento pretende responder a la interrogante siguiente ¿Por qué las empresas tienen diferentes niveles de endeudamiento y de qué depende? O dicho de otro modo, ¿Cuáles son las características o factores que influyen más decisivamente en el nivel de endeudamiento de una empresa? Se trata de conocer que efectos tienen sobre el nivel de endeudamiento cambios en determinadas variables o factores empresariales como la rentabilidad, sector al que pertenecen, riesgos, entre otros.

Todavía no existe consenso pleno, entre los diferentes autores, acerca de cuales son los factores realmente significativos a la hora de determinar el endeudamiento empresarial y de cual es el efecto definitivo del mismo sobre el endeudamiento.

El ente necesita una cierta cantidad de recursos económicos para desenvolverse. Nos referimos al capital físico, monetario, básico, para la estructura operativa inicial de la empresa, que irá sufriendo modificaciones a medida que varían sus necesidades.

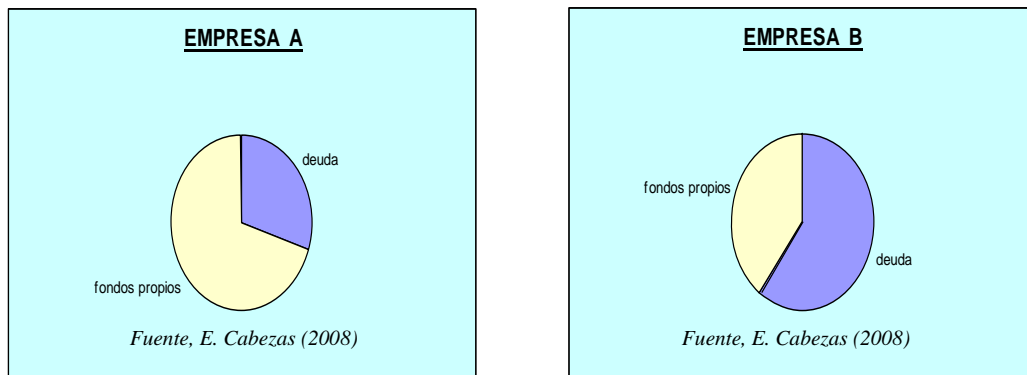
Ese capital inicial va a ser el necesario para la empresa y la operatoria económica que desee realizar en ese momento.

La representación contable de ese capital va a estar dada por la diferencia entre activos (bienes y derechos que posee la empresa), y pasivos (compromisos del ente).

Una decisión de financiamiento puede provenir tanto de, fondos propios como fondos ajenos, entendiendo por estos:

**Fondos Propios:** “Prometen participar de los resultados de la empresa, hacer participar del control y toma de decisiones de ésta. No promete devolver el capital, ni pagar un interés. Los costos de financiamiento para estos fondos son altos para la empresa, pero con un nivel de riesgo menor.”<sup>2</sup>

**Fondos ajenos:** “prometen devolver capital, pagar un interés. El costo de financiamiento es bajo para la empresa, pero con un nivel de riesgo mayor.”<sup>3</sup>



La empresa puede trabajar con un capital aportado por sus dueños (fondos propios), o bien por préstamos realizados por terceros a la sociedad, provenientes principalmente del mercado financiero y de capitales (fondos ajenos).

La empresa deberá enfrentarse a la opción de cuándo usar uno y cuándo otro. O bien en qué medida lograr una adecuada combinación de ambas.

---

<sup>2</sup> Espinoza, F (1999), Sesión 2 Bonos, Pág. 1

<sup>3</sup> Idem

### 1.3 Concepto de Estructura de Capital

El estudio de la estructura de capital de las empresas ha venido preocupando a académicos e investigadores durante las últimas décadas, años en los que se ha debatido ampliamente la existencia o no de una combinación de recursos propios y ajenos óptima en el sentido de procurar un valor de la empresa máximo. A pesar de la extensa investigación realizada, la teoría de estructura de capital permanece como una de las interrogantes más controvertidas dentro de las finanzas modernas como lo plantea Myers (1984) “¿Cómo eligen las empresas su estructura de capital?”<sup>4</sup>, siendo éste un tema sin resolver.

El término estructura de capital o estructura financiera alude a los recursos financieros propios y ajenos que utiliza la empresa para sustentar los activos o inversiones. Dentro de la literatura financiera hemos encontrado –sin pretender ser exhaustivos- varios autores que han definido el término de forma explícita:

Weston & Copeland (1995) afirma que la estructura de capital es la forma en la cual se financian los activos de una empresa, es el financiamiento permanente representado por las deudas a largo plazo, el capital preferente y el capital contable de los accionistas.<sup>5</sup>

Cabezas (2007) afirma que la estructura de capital es una referencia a la forma o composición de la financiación de los activos de la empresa distinguiéndose esencialmente entre pasivo exigible (recursos ajenos) y no exigibles (recursos propios) de manera implícita la estructura de capital supone un acuerdo entre los proveedores de capital financiero sobre cómo repartir los flujos de caja que los activos producirán en el futuro.<sup>6</sup>

---

<sup>4</sup> Myers

<sup>5</sup> Weston & Copeland, 1995, p. 641

<sup>6</sup> E. Cabezas (entrevista) (2007)

Van Horne (2000) afirma que la estructura de capital reduce al mínimo el costo de capital de la empresa y por lo tanto, aumenta al máximo el valor de la misma.<sup>7</sup>

Las tres definiciones que hemos escogido se complementan y nos permiten definir la estructura de capital en los términos que nos interesan.

## 1.4 Riesgos

### 1.4.1 ¿Qué es el Riesgo?

Decimos que una acción determinada tiene riesgo, o es arriesgada, cuando no conocemos con certeza el resultado de la misma. Como éste último tiene lugar en un momento futuro del tiempo, prácticamente todas las acciones que realicemos tendentes a conseguir un objetivo determinado son, más o menos, arriesgadas. Sólo el pasado carece de riesgo. Por tanto, las decisiones empresariales, en cuanto pretenden conseguir objetivos (resultados) determinados en el futuro están sometidas al riesgo. Por cierto, ¿qué es el *riesgo*?, pues no es más que la posibilidad de que obtengamos un resultado distinto al que pretendíamos conseguir con nuestra acción. No obstante, aunque la palabra *riesgo* parece indicar algo malo, no hay que perder de vista que sólo significa que el resultado obtenido puede ser distinto (mayor o menor) del previsto.

Frank Night (1921) afirma que, el riesgo es una incertidumbre medible (disponemos de todos los posibles resultados y de las probabilidades de que ocurra).<sup>8</sup>

Los factores que influyen sobre las decisiones de la estructura de capital principalmente son el riesgo del negocio (riesgo operacional) que es el inherente a las actividades operacionales de la empresa (a mayor riesgo mayor rendimiento) y el riesgo financiero que es la posibilidad que los accionistas no perciban los dividendos esperados debido a la presencia de deuda. De esta forma, el riesgo total está dado por el riesgo del negocio u operacional y el riesgo financiero.

---

<sup>7</sup> Van Horne, 2000, Pág. 471

<sup>8</sup> Risk and Uncertainty

El riesgo financiero, tiene relación con la variabilidad de los ingresos y proviene de la diferencia entre la rentabilidad que se obtiene del uso de los fondos y el costo de esos fondos. Esta dado por la posibilidad de no recibir dividendos a causa del servicio de la deuda.<sup>9</sup>

Riesgo operacional, es una consecuencia de las características del negocio, que se refleja en la estructura de costos, las condiciones de la industria dentro de la cual opera y de la situación económica en general, tanto nacional como internacional. Este riesgo se manifiesta en la sensibilidad de los resultados operacionales al variar los ingresos.<sup>10</sup>

El riesgo operacional surge por diversos motivos:

- a) Sensibilidad de la demanda de los productos o servicios de la empresa respecto de las condiciones generales de la economía.
- b) Actividad y nivel de la competencia
- c) Diversificación de la producción
- d) Perspectivas del crecimiento empresarial
- e) Tamaño de la empresa

---

<sup>9</sup> *Espinoza, 1999*

<sup>10</sup> *Philippatos, 1996, p.25*

## **Capítulo 2**

### **Las teorías financieras sobre la estructura de capital y herramientas de análisis**

## 2. Introducción

El objetivo de este capítulo es dar a conocer las principales teorías y herramientas prácticas de análisis.

El estudio de la estructura de capital de las empresas adquiere relevancia a través del trabajo realizado por Modigliani y Miller (1958). Estudio que ha servido como punto de partida como referente para todas las investigaciones posteriores.

En esta teoría se dice que la estructura de financiamiento es irrelevante, es decir, no tiene mayor relevancia en que la empresa se financie con fondos propios, ajenos, o bien, una mezcla de ambos, ya que esto no incide en el valor total de la empresa, pero sí, en como se distribuya ese valor entre dichos fondos.

M y M considera una serie de supuestos, con los cuales surge un enfoque alternativo en donde sí se considera el valor de la empresa como un factor relevante, llamado enfoque tradicional.

En cuanto a las herramientas prácticas de análisis, daremos a conocer tres métodos para evaluar la decisión de financiamiento:

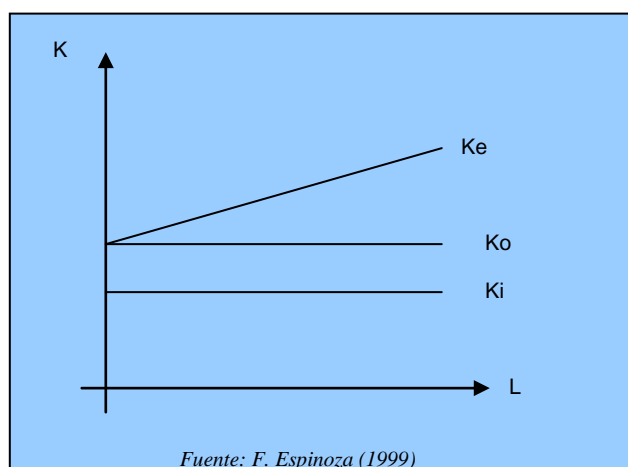
- Análisis EBIT/EPS
- Análisis de apalancamiento
- Análisis de Ratios

## 2.1 Modelos Teóricos

### 2.1.1 Teoría Modigliani y Miller

La teoría del mercado eficiente sobre la estructura de capital fue desarrollada por los premios Nobel Franco Modigliani y Merton Miller <sup>11</sup> quienes argumentaron que la relación entre el apalancamiento y el costo de capital se explica por el ingreso neto de operación, es decir, que el costo de capital medio ponderado ( $K_o$ ) y el valor de la empresa son totalmente independientes de la composición de la estructura de capital de la compañía. En otras palabras la posición de M y M se basa en la idea de que sin importar la forma en que se divida la estructura de capital de una compañía entre deuda, capital y otros conceptos hay una conservación del valor de la inversión. <sup>12</sup>

La idea que subyace en la consideración de que el  $K_o$  es constante, y por tanto, independiente del grado de apalancamiento financiero, es que al aumentar la proporción de las deudas en el pasivo de la empresa, aumenta el riesgo financiero lo cual tendrá como consecuencia que los accionistas exijan una mayor rentabilidad financiera para compensar dicho aumento de riesgo, aumentando la tasa de rentabilidad exigida ( $K_e$ ). Sin embargo, dicho aumento se compensa con el menor costo de los fondos ajenos ( $K_i$ ), llegándose a mantener en definitiva el costo de capital ( $K_o$ )



<sup>11</sup> *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. 1958, Pág. 261*

<sup>12</sup> *Van horne 2000, Pág. 262 - 263*

Para desarrollar este análisis se considerarán las siguientes relaciones:<sup>13</sup>

$$K_i = \frac{F}{B} = \frac{\text{Intereses}}{\text{Deuda}}$$

$$K_e = \frac{E}{S} = \frac{\text{Utilidades}}{\text{Acciones}}$$

$$K_o = \frac{O}{V} = \frac{\text{Resultado Operacional}}{\text{Valor Empresa}}$$

$V = S + B$  y  $K_o$  es el costo ponderado de capital y es igual a

Siendo:

V: Valor de la empresa

S: Acciones

B: Deuda

$$K_o = K_i \left( \frac{B}{B + S} \right) + K_e \left( \frac{S}{B + S} \right)$$

Este enfoque se basa en la idea de que si los inversionistas son capaces de sustituir el apalancamiento personal por el empresarial, duplicando de esta forma cualquier estructura de capital que la empresa pueda llevar a cabo. Es importante señalar que esta teoriza descansa en la siguiente serie de supuestos:<sup>14</sup>

- Los mercados de capitales son perfectos
- La información es gratis y esta disponible para todo inversionista
- No existen costos de operación, los valores son divisibles
- Los inversionistas son sensatos y actúan en consecuencia
- El promedio de las futuras utilidades operacionales esperadas de una empresa, son representadas por variables aleatorias. Los valores esperados de estas distribuciones son los mismos para todos los inversionistas. Esto implica que valores esperados de

---

<sup>13</sup> Espinoza (1999) Sesión 10 La decisión de financiamiento, Pág. 4

<sup>14</sup> Ídem

las distribuciones de las probabilidades de todos los inversionistas de las utilidades operacionales son iguales a las actuales.

- Las empresas pueden ser clasificadas de acuerdo a las clases de “rendimientos equivalentes”. Dentro de una misma clasificación las empresas tienen el mismo grado de riesgo del negocio (operacional).
- Asumen que no existen impuestos sobre las utilidades de las empresas. Este supuesto se elimina posteriormente.

### 2.1.2 Enfoque Tradicional

Este enfoque se basa en que a través del uso del endeudamiento se puede afectar el valor de la empresa, por lo cual supone que existe una estructura óptima de capital y que la compañía puede incrementar el valor total de la misma mediante el uso juicioso del apalancamiento (leverage). El enfoque sugiere que la compañía puede disminuir inicialmente su costo de capital y elevar su valor total por medio del apalancamiento. Al inicio del uso de fondos ajenos (menor costo de  $k_i$ ), los accionistas son poco sensibles a este mayor endeudamiento, con lo cual no aumentan su tasa exigida ( $K_e$ ). Considerando ambos efectos, se tiene que  $K_o$  baja. Existe un punto o rango donde la reacción de los accionistas elimina las ventajas del uso de fondos ajenos y, a partir de ahí, sube el  $K_e$  y también el  $K_i$ . Entonces, a partir de cierto nivel de endeudamiento el riesgo financiero pasa a ser más relevante (lo que hace subir  $K_e$ ), efecto que es mayor al costo de los fondos ajenos ( $K_i$ ). La idea es tratar de tomar deuda hasta antes de dicho punto, donde el menor  $K_i$  supera el costo de los fondos propios ( $K_e$ ), lográndose bajar en definitiva el  $K_o$  y con ello aumentar el valor de la empresa.

El Objetivo financiero empresa es maximizar el valor ( $n^0$  de acciones x precio cotización.) de la empresa, por lo tanto, maximizar la riqueza de los accionistas como propietarios de la empresa.

Siendo:

$r$  = rentabilidad

$K_0$  = costo de capital

Por lo tanto;

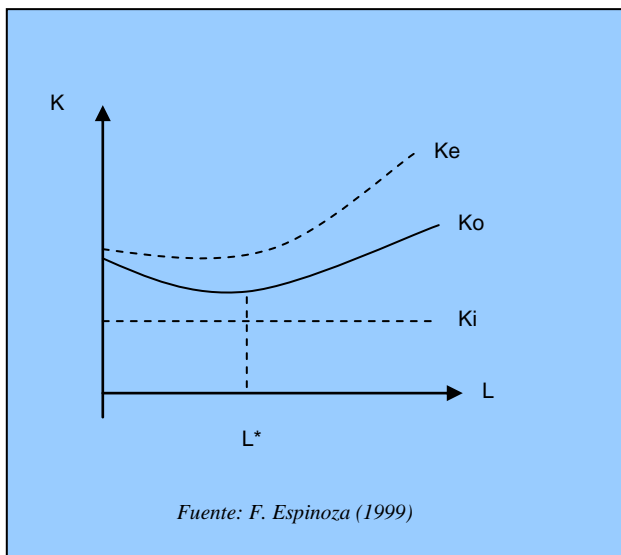
$r > K_0$  Valor de mercado de las acciones

$r < K_0$  Valor de mercado de las acciones

$r = K_0$  Valor de mercado de las acciones permanece constante

$K_0$  es la tasa de retorno o tipo de rendimiento mínimo que toda inversión debe proporcionar para que el valor de mercado de las acciones de la empresa no varíe. El director financiero de la empresa tiene que conocer el costo de capital de la misma y la tasa de retorno mínima:

- ✓ Para determinar qué recursos financieros son los más adecuados para financiar una inversión determinada.
- ✓ Para diseñar una estructura financiera óptima (que será aquella que minimice el coste de capital)
- ✓ Seleccionar con bases racionales la inversión a realizar



## 2.2 Herramientas de Análisis

Aparte de los modelos teóricos antes señalados, el administrador financiero se apoya en determinadas herramientas prácticas para definir de la mejor manera una estructura de capital apropiada para la empresa. Al respecto, existen diversos métodos de análisis, probablemente ninguno completamente satisfactorio en sí mismo, pero tomados en forma conjunta, proporcionan información valiosa como para tomar decisiones en el ámbito del financiamiento.

Las herramientas de análisis se pueden clasificar en aquellas:<sup>15</sup>

- Orientadas a la rentabilidad. Buscan determinar los efectos que tiene las alternativas de financiamiento en estudio, en los resultados de la empresa, estos análisis son marginales.

Ejemplo: Análisis EBIT- EPS

- Orientadas al riesgo. Estas buscan determinar los efectos que tienen las alternativas de financiamiento en estudio, en la variabilidad de los resultados. Estos análisis se consideran globales porque la empresa debe responder de sus compromisos con todos sus activos.

Ejemplo: Análisis de Apalancamiento

- Análisis que se orientan al riesgo y la rentabilidad

Ejemplo: Análisis de ratios

---

<sup>15</sup> F. espinoza1999 p. 24

## 2.2.1 Análisis EBIT/EPS

Este método es utilizado ampliamente para examinar el efecto del apalancamiento y analiza la relación entre las utilidades antes de interés e impuestos y las utilidades por acción.

Para comprender este análisis, antes que todo se debe tener conocimiento del significado de sus siglas:

EBIT corresponde a la utilidad antes de intereses e impuestos, es decir el resultado operacional.

EBITDA corresponde a la ganancia antes de interés, impuestos, depreciaciones y amortizaciones la cual esta más orientada al flujo de Fondos.

EPS corresponde a la utilidad por acción.

Esta relación busca establecer las posibles ganancias por acción (EPS) frente a las alternativas de financiamiento.

Cuando se financia con préstamos, los resultados disminuyen por los intereses, pero se reparte en un número inferior de acciones, en cambio cuando se financia con acciones los resultados son mayores, pero se reparte en un número superior de acciones. Por eso cuando los resultados son bajos es mejor financiarse con acciones y cuando son altos mejor financiarse con préstamos

Existe un punto de equilibrio o indiferencia el cual puede ser determinado matemáticamente, entre dos alternativas de financiamiento.

$$\frac{(EBIT^* - C_1)(1-t)}{S_1} = \frac{(EBIT^* - C_2)(1-t)}{S_2}$$

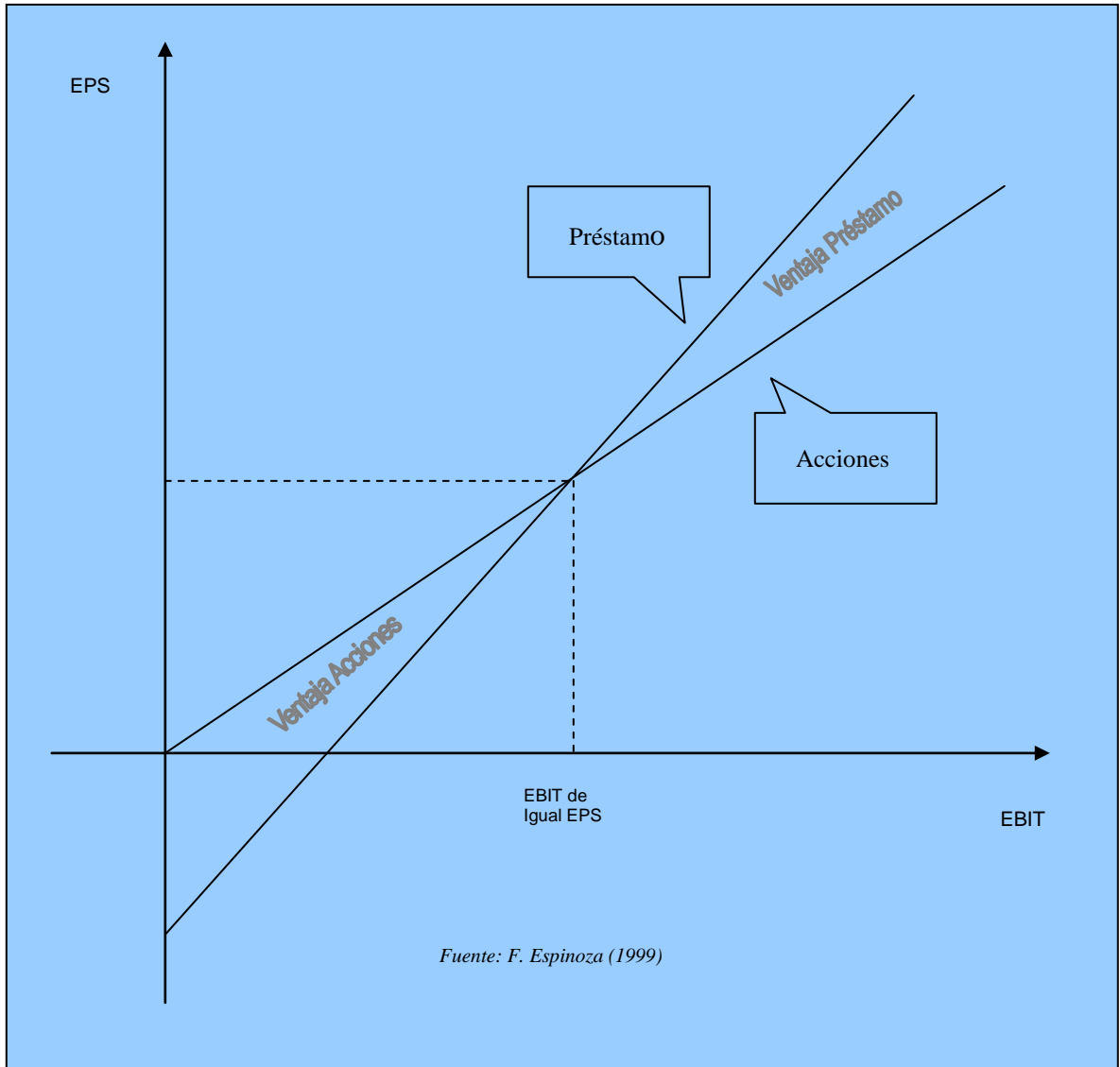
Donde:

*EBIT\** Es el punto de indiferencia de *EBIT* entre los dos métodos alternativos de financiamiento para los cuales estamos despejando;

$C_1$  y  $C_2$ , siendo estas variables, gastos por intereses anuales o dividendos para acciones preferentes sobre una base antes de impuesto.

$S_1$  y  $S_2$  numero de acciones comunes en manos del público después del financiamiento.

### Análisis EBIT/EPS



Una gráfica de EBIT/EPS muestra al administrador financiero como los métodos alternos de financiamiento tienen diferentes impactos sobre las utilidades por acción. Ese impacto es solo una cara de la moneda ya que también es el efecto que el apalancamiento financiero tiene sobre el riesgo. Sin embargo se puede hacer ciertas generalidades, por una parte el Administrador Financiero debe comparar el punto de indiferencia entre las alternativas, como el financiamiento mediante deuda en comparación con el mismo mediante acciones, con el nivel más probable de EBIT. Mientras más alto el nivel esperado de EBIT, en el supuesto que de que exceda el punto de indiferencia, más fuerte será la alternativa de financiamiento mediante deuda.

El Administrador Financiero debe evaluar la probabilidad de que los futuros EBIT realmente estén por debajo del punto de indiferencia, mientras más elevado esté el nivel de EBIT y más baja la probabilidad de fluctuación hacia abajo, más fuerte será la alternativa del uso de deuda.

El apalancamiento financiero amplifica el riesgo de negocios implícito en la organización, cuando se trata de la variabilidad de ganancias por acción. El análisis de punto de equilibrio de EBIT/EPS nos permite tener una perspectiva del intercambio rendimiento/ riesgo.

Esta relación busca establecer las posibles ganancias por acción (EPS) frente a las alternativas de financiamiento.

Cuando se financia con préstamos, los resultados disminuyen por los intereses, pero se reparte en un número inferior de acciones, en cambio cuando se financia con acciones los resultados son mayores, pero se reparte en un número superior de acciones. Por eso cuando los resultados esperados son bajos es mejor financiarse con acciones y cuando son altos mejor financiarse con préstamos.<sup>16</sup>

---

<sup>16</sup> Espinoza, 1999, Pág. 25

## 2.2.2 Análisis de Apalancamiento

En un contexto empresarial, apalancamiento se refiere al uso de costos fijos en un intento por incrementar (apalancar) la rentabilidad.<sup>17</sup>

El análisis del apalancamiento es un análisis de riesgo y busca medir la relación entre:

- Variabilidad de las ventas con la variabilidad en el resultado operacional (*EBIT*). Denominado apalancamiento operacional.
- Variabilidad en el resultado operacional (*EBIT*) con la variabilidad en el (*EPS*). Denominado apalancamiento financiero.
- Variabilidad en las ventas con la variabilidad en el (*EPS*). Denominado apalancamiento combinado. Este último es el producto de los dos anteriores.

### 2.2.2.1 Apalancamiento operativo

El apalancamiento ocurre cuando las empresas tienen una proporción importante de costos operativos fijos en relación con los costos variables. Ésta estructura de costos está influida en gran parte por el tipo de negocio, independiente de la gestión que exista. Así, empresas productivas, como siderúrgicas por ejemplo, poseen una alta componente de costos fijos por la infraestructura que requieren para desarrollar sus procesos. En cambio, otro tipo de empresas, de servicios, como consultoras, por ejemplo, no requieren de grandes inversiones, basando su negocio más en el conocimiento que en el capital.

De esta manera, la estrategia de financiamiento, como se aprecia en esta herramienta de análisis, debiera ser diferente dependiendo del tipo de empresa y de su riesgo operativo asociado.

Evidentemente, a la larga, todos los costos son variables. Por lo tanto, nuestro análisis forzosamente implica el corto plazo. Se incurre en costos operativos fijos con la esperanza

---

<sup>17</sup> Van Horne 2000, Pág. 434

de que el volumen de ventas genere rendimientos más que suficientes para cubrir todos los costos operativos fijos y variables.

El grado de apalancamiento operativo de una empresa a determinado punto de producción (o ventas) es simplemente el cambio porcentual de las utilidades operativas con respecto a las variaciones porcentuales en la producción (o ventas) que genera el cambio en las utilidades.

Por lo tanto podremos decir que el grado de apalancamiento operacional (GAO) se define:

$$GAO = \frac{\% \Delta EBIT}{\% \Delta Venta}$$

$$GAO = \frac{\frac{\Delta x(p-cv)}{x(p-cv)-CF}}{\frac{\Delta xp}{xp}}$$

$$GAO = \frac{x(p-cv)}{x(p-cv)-CF}$$

$$GAO = \frac{MC}{EBIT}$$

Siendo:

$x$  = Cantidad vendida

$D_x$  = Aumento en ventas

$P$  = Precio

$Cv$  = Costo variable unitario

$CF_o$  = Costos fijos operacionales

$MC$  = Margen de contribución

La sensibilidad de las compañías a un cambio en las ventas medido con el GAO será diferente en cada nivel de producción (o ventas). Así, siempre es necesario mencionar el nivel de producción en el que se mide GAO.

Por lo tanto en el apalancamiento operativo, a mayor proporción de costos fijos, al variar las ventas, más varía el resultado operacional, *EBIT* y más varía el *EPS*.

### 2.2.2.2 Apalancamiento Financiero

Al parámetro cuantitativo de la sensibilidad de las utilidades por acción de una empresa a los cambios en sus utilidades operativas se le conoce como grado de apalancamiento financiero. El grado de apalancamiento financiero a determinado nivel de utilidad operativa simplemente es el cambio porcentual en las utilidades por acción respecto a la variación porcentual de las utilidades operativas que se traduce en un cambio en las utilidades por acción.

El Riesgo financiero, en términos generales, implica el riesgo de posible insolvencia y la variabilidad agregada de las utilidades por acción (que afecta al inversionista en el pago de dividendos) que se induce con el uso del apalancamiento financiero. A medida que las empresas incrementan la proporción del financiamiento externo, aumentan los costos financieros, afectando con ello las utilidades por acción.

Por lo tanto, el grado de apalancamiento financiero *GAF* se define:

$$GAF = \frac{\% \Delta EPS}{\% \Delta EBIT}$$

$$GAF = \frac{\frac{\Delta EBIT(1-t) / N^{\circ} acciones}{(EBIT - CF_f)(1-t) / N^{\circ} acciones}}{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}}$$

$$GAF = \frac{EBIT}{(EBIT - CF_f)}$$

Siendo  $CF_f$  cargos fijos financieros

$$GAF = \frac{EBIT}{\text{resultado\_antes\_impuesto}}$$

Mientras más alta es la proporción de fondos ajenos, mayor el monto de los intereses por ello, mayor será el grado de apalancamiento financiero.

Al combinar el grado de apalancamiento financiero con el grado de apalancamiento operativo se logra establecer el grado de apalancamiento combinado, que presentamos a continuación.

### 2.2.2.3 Grado de apalancamiento combinado

El apalancamiento combinado se compone de:

- Apalancamiento Operativo
- Apalancamiento Financiero

Es la relación que existe entre cambios en el EPS dividido por el porcentaje de cambios en las ventas

Un alto grado de apalancamiento combinado, implica que un cambio en las ventas tiene un efecto importante en EPS<sup>18</sup>

El grado de apalancamiento combinado  $GAC$  se define:

$$GAC = \frac{\% \Delta EPS}{\% \Delta VENTAS}$$

$$GAC = GAO * GAF$$

---

<sup>18</sup> E. Cabezas 2008

Al determinar el *GAC* para cada una de las alternativas de financiamiento podemos comparar cual origina una estructura muy riesgosa y tiene mayor o menor impacto en las utilidades por acción. Se debe considerar, como se señaló, que el *GAO* no es modificable de forma sustancial, por lo cual esta herramienta sólo considera cambiar el *GAF* con cada una de alternativas de financiamiento.

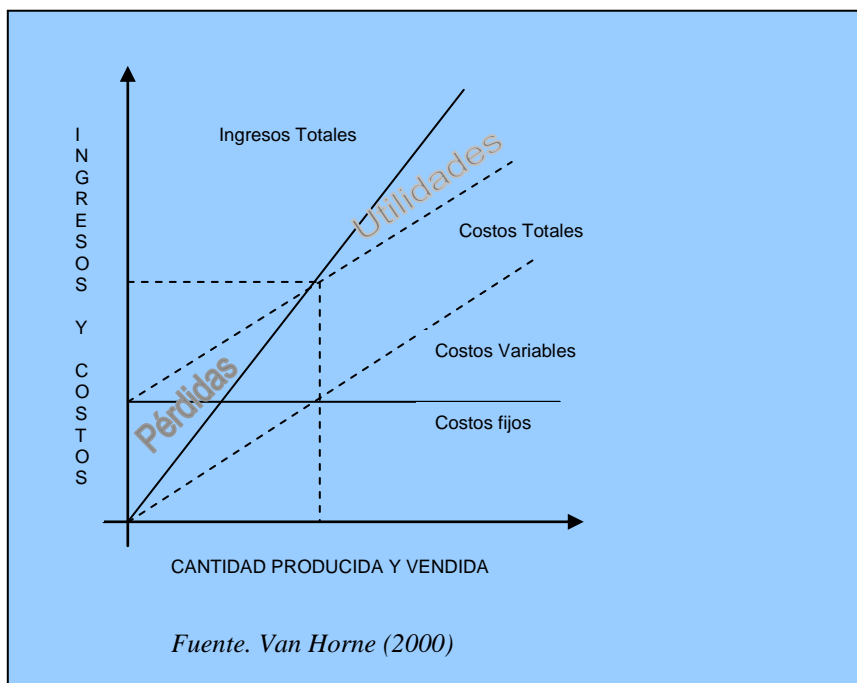
Si el *GAO* es alto no da lugar para un *GAF* alto ya que de otra forma el *EPS* sería altamente inestable.

Si el *GAO* es bajo permite utilizar una estructura más apalancada con un *GAF* relativamente alto.

Las alternativas que emplean préstamos tendrán siempre un *GAC* más alto, por lo que se debe analizar cuanto más alto es al comparar con las alternativas que usan acciones

#### 2.2.2.4 El análisis de equilibrio

Un concepto especialmente significativo en la determinación de una adecuada dimensión empresarial es el denominado punto de equilibrio o umbral de rentabilidad de la empresa (*break-even point*, en terminología inglesa), que servirá para introducir la noción de apalancamiento operativo.



Van Horne 2000, afirma que el punto (cantidad) de equilibrio es la intersección de la línea de costos totales con la línea de ingresos totales determinando así el punto de equilibrio.<sup>19</sup>

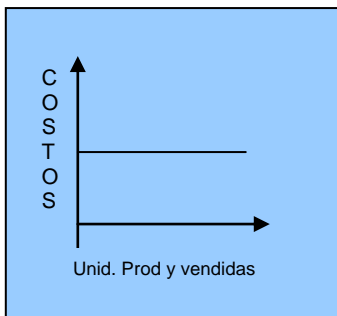
El objetivo principal del análisis de equilibrio consiste en determinar el nivel de producción a partir del cual la empresa comienza a tener beneficios, a través del estudio de las relaciones entre la estructura de costos, el volumen de producción y el beneficio de la empresa. Es decir, se trata de averiguar cuál es el nivel de producción que proporciona el punto de equilibrio. La utilización del modelo del punto de equilibrio permite al directivo:

- Determinar la cantidad de producto que debe ser vendida para cubrir todos los costos de explotación (todos los costos fijos y la parte proporcional de los variables), sin tener en cuenta los costos financieros.
- Calcular el EBIT que se conseguirá para diferentes niveles de producción.

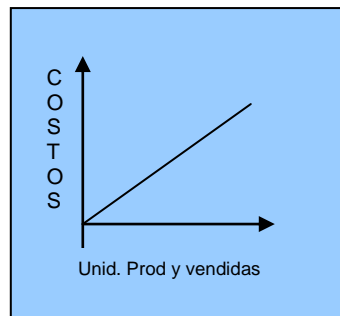
$$EBIT = It - Ct$$

Siendo EBIT el beneficio de explotación. Este es un concepto equivalente a los de beneficio económico, operativo o beneficios antes de intereses e impuestos.  $It$  Ingresos de explotación y  $Ct$  costos totales de explotación.

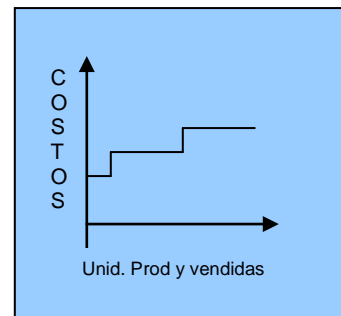
Como se sabe los costos fijos o costos indirectos son aquellos independientes del volumen de producción y/o venta.



Costos Fijos



Costos Variables



Costos Semivariables

---

<sup>19</sup> *ídem*

### 2.2.2.5 Limitaciones del análisis de equilibrio

La técnica del análisis del punto de equilibrio proporciona una buena guía para la gestión empresarial, pero no es la respuesta definitiva debido a que tiene algunas limitaciones, entre las cuales encontramos:

- Se asume que las relaciones costo -volumen-beneficio son lineales, lo que sólo es realista para determinados rangos de producción.
- La curva de ingresos totales se supone que aumenta linealmente con el volumen de producción, lo que implica que cualquier cantidad vendida lo sea al mismo precio unitario, lo que no siempre es cierto. A veces es más realista calcular diversas curvas de ingresos para diferentes rangos de producción vendida.
- Se supone que la combinación de productos vendidos es constante, pero si la empresa decidiese producir más de unos y menos de otros variarían los costos y, por tanto, el punto muerto.
- El gráfico del punto muerto y su expresión matemática son formas estáticas de análisis, cuando cualquier alteración en la estructura de costos o en el precio obligaría a recalcularlo. Por ello este análisis es más útil en empresas estables que en aquellas más dinámicas.

## 2.3 Análisis financiero

El análisis financiero consiste en un conjunto de técnicas que aplicados sobre los estados financieros permiten la interpretación de los mismos para definir la posición financiera de la empresa.<sup>20</sup>

Los estados financieros sujetos al análisis financiero son:

- ✓ Balance general
- ✓ Estados de resultados
- ✓ La información adicional contenida en las notas explicativas

Balance General: Resumen de la situación financiera de la empresa en un determinado momento, en el que se incluyen los activos totales, siendo éstos pasivos totales más capital de los accionistas.<sup>21</sup>

Estado de Resultados: Resumen de los ingresos y gastos de una compañía a lo largo de un determinado periodo, que concluye con los ingresos o pérdidas netas de dicho periodo.

### 2.3.1 Tipos de análisis financiero

Se pueden distinguir dos grande técnicas de análisis financieros:

- a. Análisis financiero tradicional: consiste en el desarrollo de técnicas que permiten ser aplicadas por analistas externos de la organización, las cuales se pueden utilizar directamente sobre la información de carácter público de las empresas, esto es, la que se publica en los diarios o está contenida en la memoria anual de las sociedades. Tiene como objetivo general generar información útil para el proceso de adopción de decisiones y para el control.

Dentro de este análisis podemos encontrar cuatro herramientas básicas:

- ✓ Los ratios o índices
- ✓ Análisis vertical

---

<sup>20</sup> Manual de análisis financiero, 1995, Pág. 9

<sup>21</sup> Van Horne, 2000, Pág. 126

- ✓ Análisis horizontal
  - ✓ Estado de uso y fuentes de fondos
- b. Análisis financiero moderno: consiste en la aplicación de métodos estadísticos como por ejemplo, el análisis discriminante y otras herramientas a la información. Esta tecnología surge como respuesta a una posición crítica acerca de la validez de la información contenida en los estados contables y sobre la poca calidad de herramientas del análisis financiero tradicional. Su aplicación solamente es posible desde dentro de la empresa, pues requiere que el analista tenga acceso a una información muy desagregada.

En esta tesis nos enfocaremos en el análisis financiero tradicional, más específicamente a los análisis de ratios horizontal.

### **2.3.2 Análisis de Ratios**

Para tomar decisiones racionales en relación con los objetivos de la empresa, el administrador financiero debe usar ciertas herramientas analíticas. Dentro de las herramientas de análisis financiero se encuentran las que trataremos a continuación.

La compañía misma y los proveedores externos de capital acreedores e inversionistas, todos realizan análisis financieros. El propósito de la empresa no solo es el control interno, sino también un mejor conocimiento de lo que los proveedores de capital buscan en la condición y desempeño financieros.

El tipo de análisis varía de acuerdo con los intereses específicos de la parte involucrada. Los acreedores del negocio están interesados principalmente en la liquidez de la empresa. Sus derechos pertenecen al corto plazo, y la capacidad de una empresa para pagarlos se juzga de mejor manera por medio de un análisis completo de su liquidez.

Aquellos que invierten en las acciones comunes de una compañía les interesa principalmente las utilidades presentes y futuras esperadas y la estabilidad de tendencias de las mismas, así como su covarianza con las utilidades de otras compañías. Como resultado, los inversionistas podrían conservar sus análisis en la rentabilidad de la empresa. A aquellos

quizás les preocupe la condición financiera de esta en la medida en que afecta la capacidad de la compañía para pagar dividendos y evitar la quiebra.

Con el fin de negociar con más eficiencia la obtención de fondos externos, la administración de una empresa debe interesarse en todos los aspectos del análisis financiero que los proveedores externos de capital utilizan para evaluar a la empresa. La empresa también utiliza el análisis financiero con fines de control interno. Se ocupa en particular de la rentabilidad de la inversión en diversos activos de la compañía y en la eficiencia con que son administrados. Además de los proveedores de capital y de la empresa misma, diversas dependencias gubernamentales usan en ocasiones el análisis financiero.

Por lo tanto el tipo de análisis financiero que se realiza depende de los intereses específicos de quien lo realiza.<sup>22</sup>

Para evaluar la situación y desempeño financieros de una empresa, se requiere de algunos criterios. Estos se utilizan frecuentemente como razones, o índices, que relacionan datos financieros entre si. El análisis e interpretación de varias razones debe permitir tener un mejor conocimiento de la situación y desempeño financiero de las empresas que el que se podría obtener mediante el análisis aislado de los datos financieros.

### **2.3.2.1 Razones de Solvencia o Endeudamiento**

Solvencia, es la capacidad de la empresa para pagar sus obligaciones, tanto de corto como de largo plazo.

- ✓ Depende de la rentabilidad, si no tiene utilidad sus deudas de largo plazo no podrán cancelarse

El endeudamiento consiste en analizar la composición y estructura del balance de situación, así como aquellos indicadores que reflejan la rotación de los medios y fondos, así como el peso e importancia del financiamiento propio respecto al resto.

---

<sup>22</sup> *Van Horne, 1997, Pág. 758*

La Solvencia, consiste en el análisis de la capacidad de la empresa, para hacerle frente a cualquier contingencia financiera, así como, su capacidad de respuesta financiera. El mismo se basa en el análisis de un grupo de indicadores al efecto y el análisis de la composición de la deuda por edades.

### **2.3.2.2 Independencia Financiera**

Fondos Propios (Patrimonio)

Pasivo Total + Patrimonio

### **2.3.2.3 Leverage**

Pasivo Total

Patrimonio

Este índice se suele prestar para una mala interpretación, ya que se considera en ocasiones que expresa el compromiso del patrimonio, lo que no es así. En realidad muestra la capacidad del patrimonio para obtener fondos terceros

Indica el dinero que los acreedores han invertido con relación a los recursos que han comprometido los socios de la empresa.

Por lo general a los acreedores les gusta que éste índice sea menor, cuanto más bajo sea más alto será el nivel de financiamiento de las empresas proporcionado por los fondos propios (accionistas) y más grande será el colchón de los acreedores en caso que se registre una disminución del valor de los activos o que de que haya pérdidas considerables.<sup>23</sup>

---

<sup>23</sup> Van Horne, 2000, Pág. 137

### **2.3.2.4 Razón deuda**

Pasivo Total (pasivo circulante + pasivo largo plazo)

Total Activo

La estructura de inversiones de la empresa esta representada por su activo total, el cual se financia con fondos ajenos y propios. Este ratio busca medir la magnitud que tiene el financiamiento con fondos ajenos de dicha estructura de inversiones.

Esta razón pone de manifiesto la importancia relativa del financiamiento de deuda de la empresa al mostrar el porcentaje de activos sustentados mediante el financiamiento de deuda.

Al igual que el leverage en cuanto más elevado sea el porcentaje derivado del capital de los accionistas mayor será el colchón de protección otorgado a los acreedores de la empresa. Por lo tanto mientras más elevado sea este ratio mayor será el riesgo financiero; y mientras más bajo sea esta razón menor será el riesgo financiero.

### **2.3.2.5 Relación deuda total/Venta anual**

Deuda total

Deuda anual

Muestra la capacidad de la empresa para generar ingresos que permitan cubrir las obligaciones

### **2.3.2.6 Cobertura de interés**

UAI

Intereses

Indica el número de veces en que puede disminuir la utilidad y aún se tiene la capacidad de cubrir los gastos financieros y pagar el impuesto a la renta.

UAI. Utilidad antes de intereses e impuesto.

Esta razón sirve como parámetro con respecto a la capacidad de la empresa para pagar sus intereses y por ende evitar la banca rota. En general en cuanto más elevada sea la razón, mayores serán las probabilidades de que la empresa pueda cubrir el pago de sus intereses sin problema, también arroja cierta información sobre su capacidad de asumir nuevas deudas.

### **2.3.2.7      Leverage de Largo Plazo**

Pasivo largo plazo

Patrimonio

Indica la proporción de financiamiento permanente o Largo Plazo entre acreedores y accionistas. Razón que no se puede utilizar sola.

# PROBLEMA DE INVESTIGACION

## Enunciación del problema

La sociedad actual se encuentra caracterizada por rápidos y complejos cambios, lo cual para el administrador financiero cada vez se les plantean problemas más difíciles que afectan a toda la organización, lo que exige, entre otras materias, una mayor cautela en las decisiones de inversión, de política de dividendos y en particular, en las decisiones de financiamiento.

En tal sentido, las decisiones de financiamiento tienen gran relevancia en la gestión empresarial, pudiendo tener efectos importantes en la viabilidad y rentabilidad de las empresas.

Una de las interrogantes clave en finanzas y para el mundo empresarial en general, es la existencia o no de una estructura de capital óptima, y como ésta se determina.

Entendiendo por tal,

Una referencia a la forma o composición de la financiación de los activos de la empresa distinguiéndose esencialmente entre pasivo exigible (recursos ajenos) y no exigible (recursos propios). De manera implícita, la estructura de capital supone un acuerdo entre los proveedores de capital financiero sobre cómo repartir los flujos de caja que los activos producirán en el futuro (Cabezas, 2007)  
.O bien,

Estructura de capital que reduce al mínimo el costo de capital de la empresa y, por lo tanto, aumenta al máximo el valor de la misma (Van Horne, 2000, p. 471)

De acuerdo a lo anterior, en la presente tesis se efectuará un análisis que permita establecer si la estructura de capital de las Sociedades Anónimas Abiertas pertenecientes a ASIVA genera efectos importantes en las decisiones de financiamiento, en relación a su rentabilidad y viabilidad, estudio realizado a Junio de 2008

## FORMULACION DE PREGUNTAS

### Generales

¿Las estructuras de capital de las sociedades anónimas abiertas de la V Región, presentan una combinación adecuada conforme a sus características de rentabilidad y riesgo?

### Específicas

¿Existen variables propias de las empresas o exógenas que los administradores toman en cuenta para elegir una estructura financiera?

¿Se considera el riesgo operacional en estas empresas al momento de tomar deuda?

¿Las decisiones de financiamiento de largo plazo son facultades de los accionistas, del directorio, del Gerente General, del Gerente de Finanzas u otro?

¿Es posible establecer o la empresa ha definido el grado de aversión al riesgo de los accionistas o de sus directivos?

¿Los niveles de rentabilidad han tenido un efecto importante en las decisiones de financiamiento?

¿Cómo se presenta el acceso al sistema financiero en estas empresas? Existen garantías como para tomar deuda de Largo Plazo.

¿Las decisiones financieras contemplan la utilización de instrumentos de evaluación?

# OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN

## Objetivo general

- Analizar la estructura de capital y los efectos que pueden generar las decisiones de financiamiento de las sociedades anónimas abiertas pertenecientes a ASIVA

## Objetivos específicos

- Conocer como se conforman las estructuras de capital de las sociedades anónimas abiertas de la V Región.
- Identificar de que manera las decisiones financieras afectan a las empresas bajo análisis.
- Determinar la tendencia entre las decisiones de financiamiento de las empresas.
- Conocer el grado de aplicación de herramientas de evaluación en la adopción de las decisiones de financiamiento.
- Explicar las teorías existentes sobre la estructura de capital
- Identificar el grado de conocimiento de los administradores financieros en el concepto de estructura de capital.

# METODOLOGÍA

El proyecto constará de las siguientes etapas:

## **Etapa 1: Recolección de antecedentes**

- Recopilación y lectura de textos especializados en la estructura de capital incluyendo material de páginas Web.
- Entrevistas con expertos en la materia, que nos explican la situación actual del problema.

## **Etapa 2: Sistematización de la información**

- La información recolectada, se ordenará en función a la estructura de capital y las decisiones de financiamiento.

## **Etapa 3: Población y muestra**

- El estudio se realizará sobre el una muestra seleccionada por conveniencia dentro de las Sociedades Anónimas Abiertas pertenecientes a ASIVA.

## **Etapa 4 Características económico-financiera de las empresas**

- De las empresas indicadas se hará una comparación de los estados financieros de las Sociedades Anónimas Abiertas pertenecientes a ASIVA considerando tres periodos, utilizando criterios, como
  - Sector al que pertenecen
  - Pasivos largo plazo y cuentas de patrimonio
  - Rentabilidad y riesgos

## **Etapa 5      **Elaboración y Aplicación de Instrumentos****

- Diseño y aplicación de cuestionarios a los ejecutivos de finanzas de las empresas de ASIVA que conforman la muestra, con el objeto de:
  - Conocer los modelos y prácticas que se utilizan en nuestro medio acerca de las decisiones de estructura de capital.
  - Conocer el grado de aplicación de herramientas de análisis en las empresas en estudio
  - Determinar la tendencia entre las decisiones de financiamiento de las empresas.
  - Destacar aquellos factores que pueden ser los más relevantes para las decisiones de financiamiento en función de los resultados.

## **Etapa 6      **Validez del instrumento****

- Se validarán los cuestionarios a través del juicio de expertos como profesores de finanzas

## **Etapa 7      **Presentación de resultados****

- Tabulación de la información obtenida de los cuestionarios aplicados a los ejecutivos financieros.
- Diseño de gráficos a partir de la tabulación de la información.
- Evaluar resultados derivados de la información obtenida de los cuestionarios aplicados.

**Etapa 8**      **Aplicación del estudio**

- Análisis Económico – Financiero, utilizando variables como rentabilidad y riesgo para determinar el comportamiento de los estados financieros

**Etapa 9:**      **Conclusiones e Informe final**

- Elaborar conclusiones en base a la evaluación de los resultados alcanzados y la teoría financiera
- Redacción del informe final.

## Resultados de los cuestionarios realizados a gerentes de Administración y finanzas de Sociedades Anónimas Abiertas pertenecientes a ASIVA

Como parte de esta investigación se aplicaron cuestionarios dirigidos a los Gerentes de Administración y finanzas a 15 sociedades anónimas abiertas pertenecientes a ASIVA. De la cual obtuvimos 10 respuestas

A continuación se presentan mediante gráficos, los resultados obtenidos en esta investigación.

### Pregunta Nº 1.

Casi todos los ejecutivos mencionaron que en su empresa se tiene una estructura de capital meta. Ninguna de las empresas en estudio no poseen una estructura de capital meta. El 50% de las empresas dice tener una estructura de capital meta algo estricta. Y con sólo un 20% de ellas afirma tener una estructura de capital meta muy estricta.



## Pregunta Nº 2.

Los ejecutivos mostraron diversas opiniones acerca del concepto que fundamenta la meta de estructura de capital. Las más importantes son:

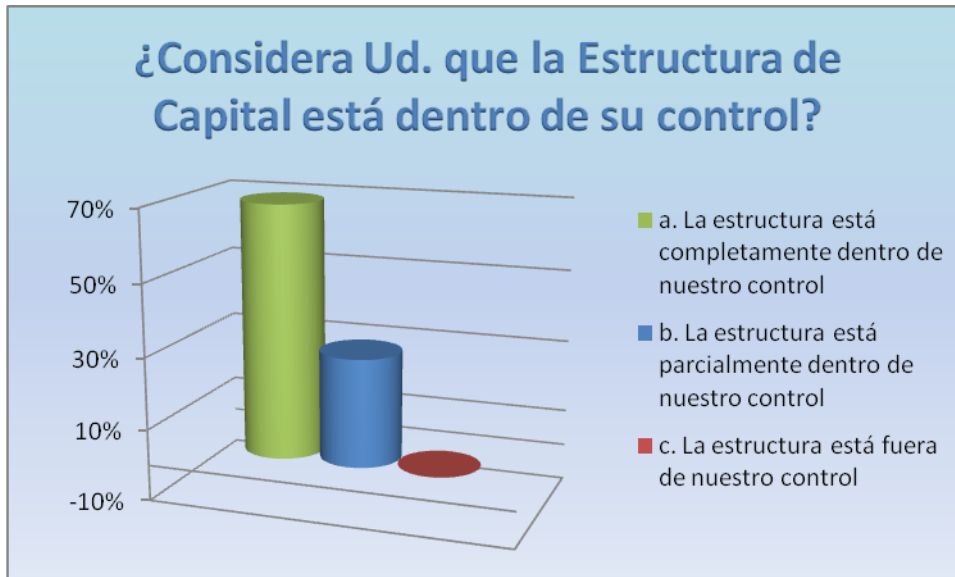
- El análisis de costo/beneficio.
- Usar primero recursos propios, luego deuda y luego capital.
- Mantener una holgura financiera.
- Maximizar el valor de la empresa con un límite de riesgo establecido.

Como se puede observar en la gráfica, el indicador mayormente utilizado para administrar la Estructura de Capital es las Razones de Deuda/Capital ya que el 100% de las empresas en estudio reconocen utilizarlo, además el 30% reconoce utilizar las Razones de cobertura de intereses como también la Razón de deuda/EBITDA y por ultimo en un porcentaje bastante inferior, sólo con un 10% de las empresas dicen utilizar la calificación crediticia.



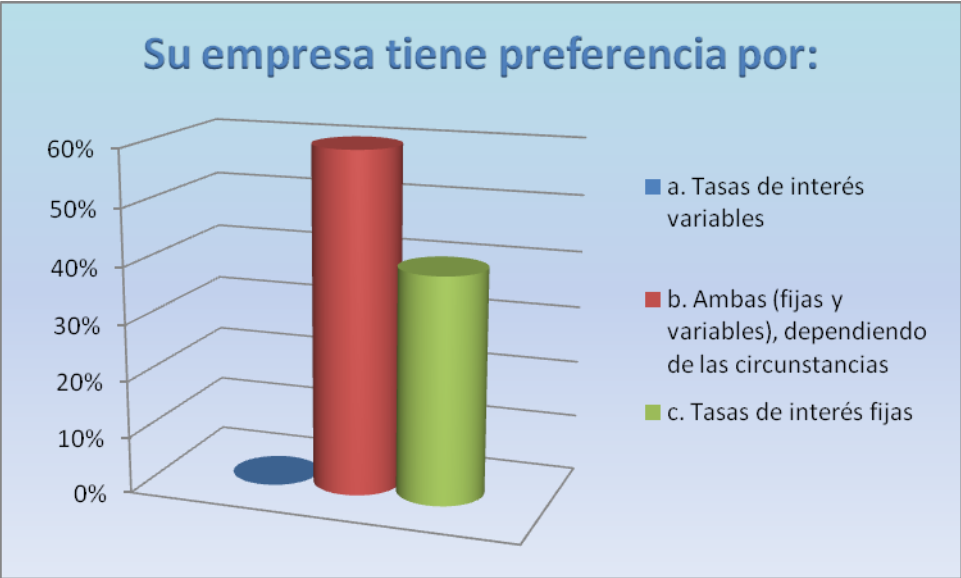
### Pregunta N° 3.

Como lo muestra la grafica el 75% de los ejecutivos afirman que la estructura está completamente dentro de su control que no está determinada por los “covenants” de contratos de crédito o relaciones con acreedores.



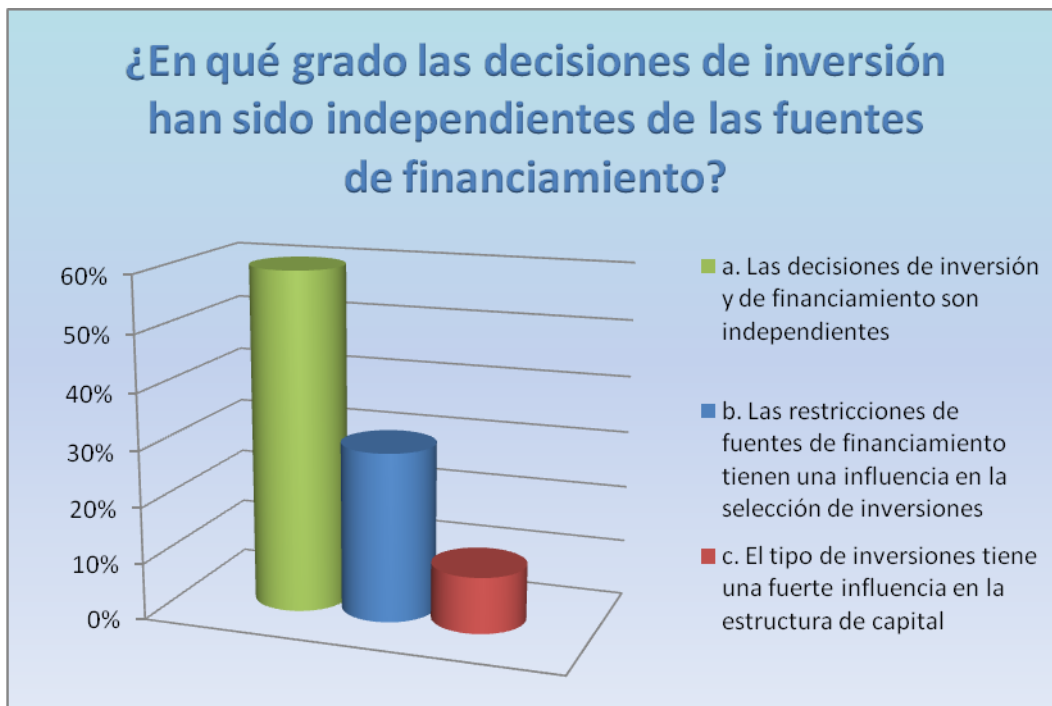
**Pregunta N° 4**

La mayor parte de las empresas se inclinan por ambas tasas de interés (variables y fijas) dependiendo de las circunstancias. Algunas otras prefieren tasas de interés fijas.



### Pregunta Nº 5.

Como se puede observar en la gráfica, el 60% de los ejecutivos entrevistados contestó que las decisiones de inversión y de financiamiento son independientes. Y el porcentaje restante se distribuye entre las restricciones de fuentes de financiamiento tienen una influencia en la selección de inversiones y el tipo de inversiones tienen una fuerte influencia en la estructura de capital.



**Pregunta N° 6.**

El tipo de deuda que más se utiliza es deuda en moneda nacional y a largo plazo, siendo los menos utilizados los bonos junto a las deudas de corto plazo.



### Pregunta N° 7.

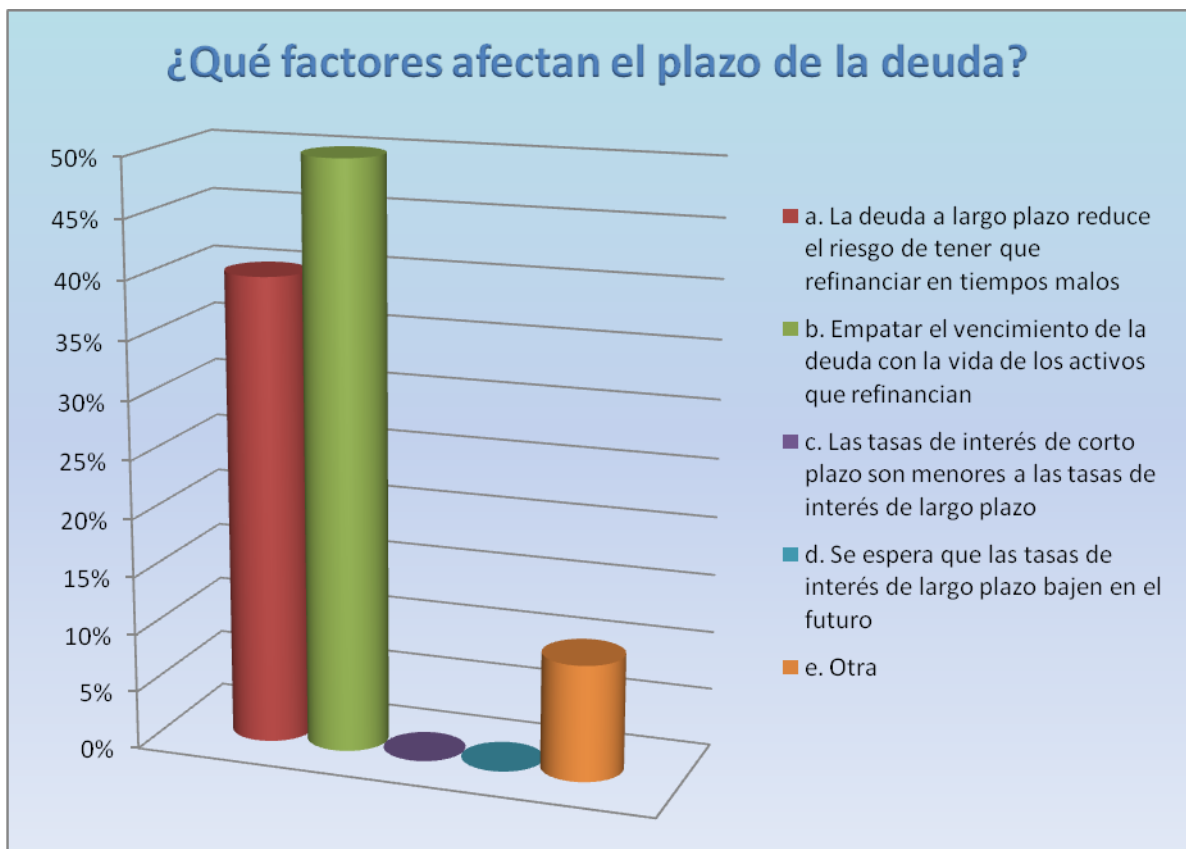
El objetivo principal del Gerente de Administración y Finanzas al establecer una política de endeudamiento no es minimizar el costo de capital promedio ponderado, sino preservar la “flexibilidad financiera”. Por “flexibilidad financiera” los ejecutivos entienden la capacidad de negociación con fuentes de financiamiento, un cierto nivel de reservas de efectivo y líneas de crédito comprometidas. Esto les da la capacidad para enfrentar desviaciones imprevistas del flujo de efectivo y para tener una estructura de capital flexible.

En la gráfica se visualiza una de las alternativas con mayor porcentaje, en cambio el tamaño es una de las alternativas con el menor porcentaje.



### Pregunta Nº 8.

De acuerdo a la gráfica, se puede observar que la mayoría de los ejecutivos considera que empatar el vencimiento de la deuda con la vida de los activos que refinancian es la mejor opción. Sin embargo también se puede observar que la deuda a largo plazo reduce el riesgo de tener que refinanciar en tiempos malos. El financiamiento de largo plazo evita el refinanciamiento si suceden circunstancias adversas.



### Pregunta Nº 9.

Como se aprecia en la gráfica, los principales factores que se toman en cuenta para emitir capital son:

- Mantener una razón deuda/capital meta
- Suficiencia de utilidades recientes para financiar actividades
- Es la fuente de financiamiento menos riesgosa



### Pregunta Nº 10.

Más de la mitad de las empresas entrevistadas utilizan instrumentos derivados de manera frecuente. Las empresas de nuestro estudio utilizan instrumentos derivados sencillos como forwards, opciones de tipos de cambio y de tasas de interés.



### Pregunta N° 11.

Como se aprecia en la gráfica, la mayoría de las empresas utilizan el análisis de ratios de endeudamiento, y en un porcentaje menor el análisis de ratios de rentabilidad. Algunas de las empresas seleccionando la alternativa “otro” afirmaron que utilizaban una mezcla de los análisis presentados.



**Pregunta Nº 12.**

La gráfica demuestra que los Ejecutivos afirman tener un conocimiento alto del Apalancamiento Operativo de la Empresa. No obstante, un porcentaje de las empresas dicen tener un conocimiento bajo respecto a éste.



**Pregunta Nº 13.**

Como se puede observar a continuación todas las empresas sometidas al cuestionario dicen tener una estrategia para manejar el Apalancamiento Financiero.



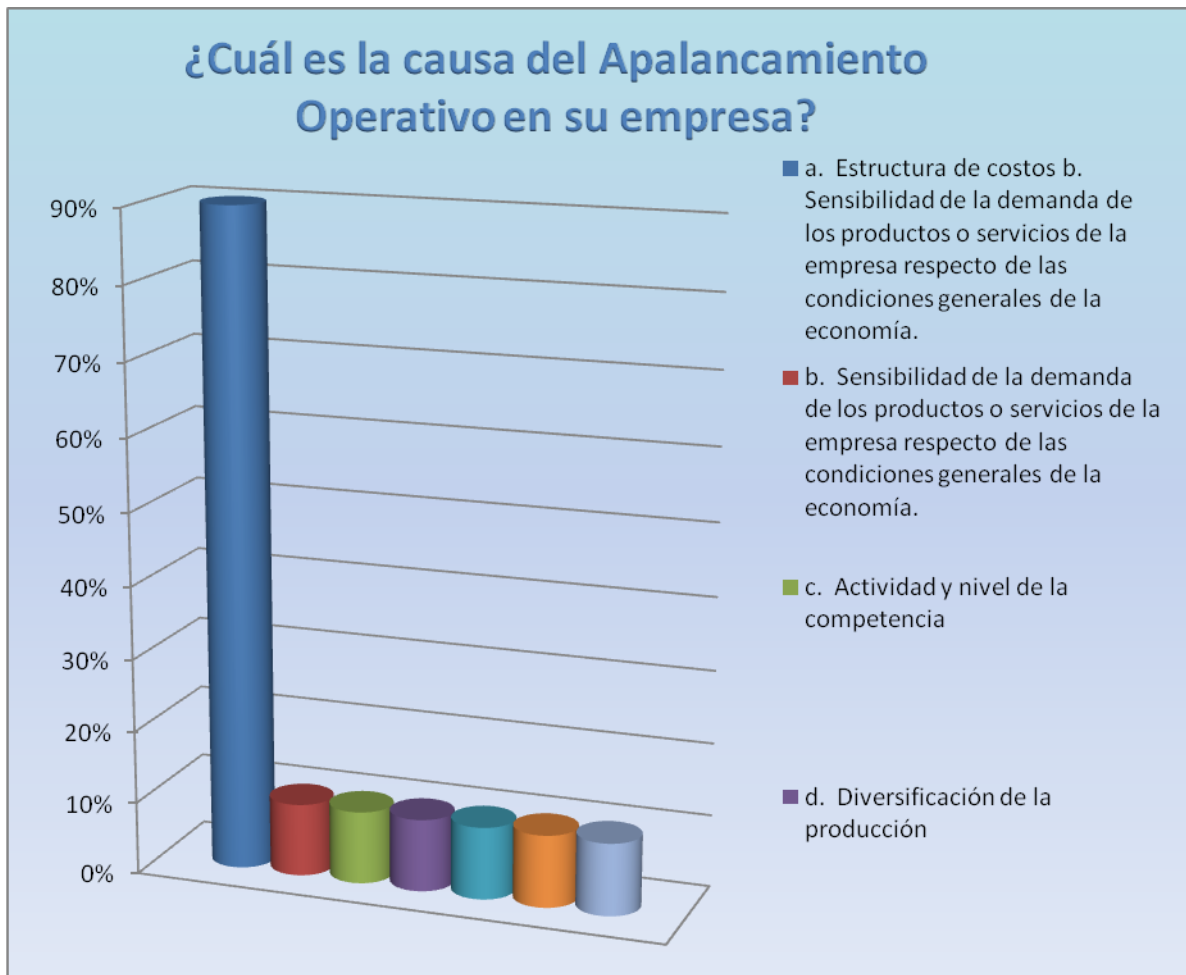
**Pregunta Nº 14.**

Como se puede observar a continuación más de la mitad de las empresas sometidas al cuestionario dicen tener un conocimiento alto sobre el Apalancamiento Financiero



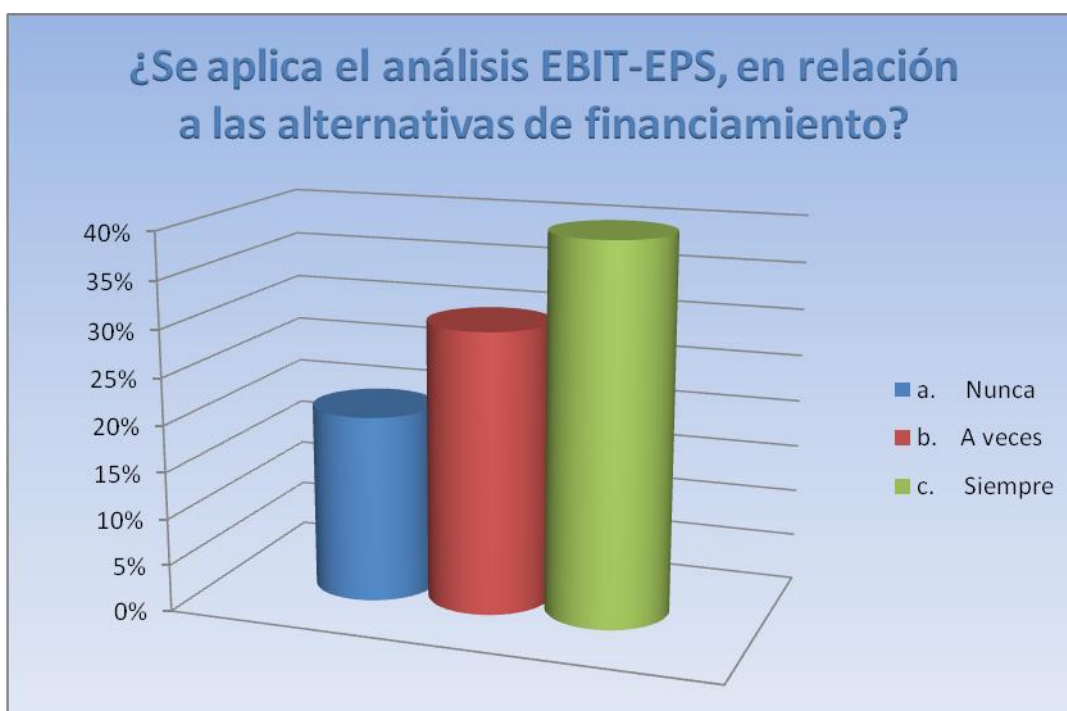
### Pregunta Nº 15.

En la gráfica se aprecia que la mayor parte de los ejecutivos afirman que la causa del Apalancamiento Operativo en sus empresas se debe a la Estructura de Costos. se aplica el análisis EBIT/EPS, en relación a las alternativas de financiamiento. No obstante, también existe un porcentaje alto de ejecutivos que afirman que siempre se aplica éste análisis. Mientras que en un porcentaje notoriamente menor dicen, nunca aplicar dicho análisis.



### Pregunta N° 16

En la gráfica se aprecia que la mayor parte de los ejecutivos aplica el análisis EBIT/EPS, en relación a las alternativas de financiamiento. No obstante, también existe un porcentaje alto de ejecutivos que afirman que siempre se aplica éste análisis. Mientras que en un porcentaje notoriamente menor dice, nunca aplicar dicho análisis.



## Conclusiones

1. Las decisiones de estructura de capital incluyen tanto la determinación del nivel de riesgo financiero óptimo para la empresa en el largo plazo, como los elementos particulares que lo componen.

2. La estructura de capital es un concepto relacionado con flujos más que con montos estáticos. Los flujos futuros se tendrán que repartir conforme el diseño óptimo que decidamos. La empresa, al compartir sus flujos futuros con acreedores, está sujeta a un riesgo financiero.

3. La estructura financiera y el riesgo contenido en ella son conceptos de largo plazo.

4. La estructura de capital está influenciada fundamentalmente por los siguientes factores:

- La estrategia de crecimiento de la empresa.
- Los flujos de efectivo futuros producto de sus inversiones. En este flujo va implícita la volatilidad normal del negocio.
- Las características de la industria a la que se pertenece, sobre todo, la conducta típica de los flujos de efectivo, y el tipo preponderante de activos.
- La minimización del costo de capital promedio ponderado.
- La flexibilidad financiera requerida.
- Los “shocks” económicos o industriales que producen efectos importantes.
- Los “shocks” derivados de algún evento “catastrófico”.

5. Los elementos componentes de la estructura de capital, en este caso específico, la deuda y el capital de accionistas, son los diferentes tipos y las características que se incluyen en cada categoría, tales como:

- Deuda
  - a) Corto o largo plazo.
  - b) Bancaria, Bursátil, o de otro tipo.
  - c) En moneda nacional o extranjera y sus correspondientes coberturas.
  - d) Costo total explícito o implícito de la deuda.
  - e) Interés fijo o variable.
  - f) Productos derivados.

- Valores Híbridos

- a) Deuda convertible en acciones.

- Capital

- a) Preferente.

- b) Común.

6. El riesgo financiero contenido en la estructura de capital es medido con mayor relevancia por los indicadores de Deuda/UAFIRDA y la Cobertura de Intereses Netos, más que por el indicador de palanca financiera.

7. Los actores del mercado financiero en general, bancos comerciales, calificadoras de crédito, banqueros de inversión, capitales de riesgo etc., siempre retroalimentan a la empresa y/o tienen alguna opinión importante sobre el manejo de la estructura de capital, lo cual se debe integrar al análisis.

8. La combinación de deuda y capital que balance en la mejor forma los costos, riesgos, beneficios, flexibilidad y que le proporcione el sustento requerido al plan estratégico de la empresa, es la que debe maximizar su valor.

9. Esta estructura de capital es la meta, estándar o política. Sin embargo, se concibe a su vez que responde a un proceso dinámico y que la empresa puede optar en forma racional, estar abajo del óptimo para lograr más flexibilidad o bien pasarse de la meta en la inteligencia de que la evidencia apoye que se regresa en un cierto tiempo al nivel óptimo.

10. Los factores anteriores deben ser capturados en una o varias herramientas de análisis, proyección y simulación financiera para tomarlos en cuenta en la medida de lo posible, en forma simultánea.

## BIBLIOGRAFIA

- Espinoza, F (2003), Conceptos Financieros Básicos. Sesión 1 (p. 6). Decisión de Financiamiento. Sesión 10 (pp. 25 – 30)
- Espinoza, F (1999). Técnicas de Administración Financiera de Corto y Largo Plazo. La Decisión de financiamiento. (pp. 19 – 20)
- Gómez, G. E. (2000). Enfoque de gestión para el capital financiero. Extraído el 25 de Septiembre de 2007 desde <http://www.gestiopolis.com/canales/financiera/articulos/no%201/capitalfinanciero.htm>
- Análisis de ratios empresariales. (n.d.). Extraído el 26 de Octubre de 2007 desde [http://www.e-valora.com/af\\_ratios\\_empresariales.php](http://www.e-valora.com/af_ratios_empresariales.php)
- Romero, T. (2003), Estructura financiera de la empresa. Extraído el 5 de octubre de 2007 desde <http://www.monografias.com/trabajos15/estructura-financiamiento/estructura-financiamiento.shtml?monosearch>
- Van Horne, J. C. (2000). Administración financiera. Décima Edición (pp. 260 – 262 – 295). México. Editorial Prentice Hall.
- Van Horne, J. C. & Wachowicz, J. M. (2002). Administración Financiera. Undécima Edición. (p.471). México. Editorial Prentice Hall
- Weston J F. & Copeland T. E. (1995). Finanzas en Administración. Novena Edición (p. 641). New York. Editorial McGraw – Hill.
- Philippatos, G. C. y Ramos. R. A. (1996). Administración Financiera. Tomo II. (p. 25). Chile. Editorial LexisNexis.
- Ley N° 18.046 Sociedades anónimas Artículo 1.

- Espinoza F. 1999 Sesión 2 Bonos, Pág. 1
- Weston & Copeland 1995 Pág. 641
- E. Cabezas, entrevista, 2007
- Van Horne, 2000, Pág. 471
- Risk and Uncertainty
- Philippatos 1996, Pág. 25
- The cost of capital, corporation finance and the theory of investment 1958, Pág. 261
- Van Horne 2000, Pág. 262 – 263
- Espinoza (1999) Sesión 10, la decisión de financiamiento, Pág. 4

**COCA COLA**  
**RATIOS FINANCIEROS**  
**Al 31 de diciembre de**

<b>RATIOS</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>Promedio</b>
	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez general	1 veces	0,61 veces	0,61 veces	0,30 veces	0,42 veces	0,58 veces
Prueba ácida	0,88 veces	0,52 veces	0,52 veces	0,26 veces	0,35 veces	0,51 veces
Prueba defensiva	26%	8%	8%	5%	4%	10,20%
Capital de trabajo	-267.099 M\$	-22.530.030 M\$	-19.971.954 M\$	-74.812.738 M\$	-3.704.764 M\$	- 24.257.317 M\$
Período promedio de cobranza	29 Días	29 Días	29 Días	104 Días	13 Días	40,1 Días
Rotación cuentas por cobrar	13 Veces	13 Veces	13 Veces	3 Veces	28 Veces	14 Días
<b>RATIOS DE GESTIÓN</b>						
Rotación de cartera	14,26 Días	14,38 Días	14,38 Días	51,95 Días	6,48 Días	20,3 Días
Rotación de inventario	10 Días	9 Días	9 Días	9 Días	21 Días	11.6 Días
Rotación de inventarios	36 Veces	39 Veces	39 Veces	39 Veces	18 Veces	34.2 Veces
Rotación caja y bancos	0,02 Días	0,03 Días	0,03 Días	0,09 Días	0,04 Días	0,04 Días
Rotación activo fijo	2,54 Veces	2,49 Veces	2,49 Veces	0,58 Veces	0,90 Veces	1.8 Veces
<b>RATIOS DE SOLVENCIA</b>						
Estructura de capital	112%	119%	125%	146%	104%	121.2 %
Razón de endeudamiento	52%	54%	56%	56%	51%	53.8%
Cobertura de GG.FF	8 Veces	4 Veces	8 Veces	4 Veces	4 Veces	5.6 Veces
Cobertura de gastos fijos	1,90 Veces	1,85 Veces	1,89 Veces	1,85 Veces	1,44 Veces	1,79 Veces
<b>RATIOS DE RENTABILIDAD</b>						
Rendimiento sobre el patrimonio	15%	14%	16%	11%	-.44%	11.2%
Rendimiento sobre la inversión	7%	6%	6%	4%	-21%	7.6%
Margen de utilidad bruta	33%	32%	35%	35%	31%	33%
Margen neto de utilidad	16%	15%	16%	22%	10%	15,80%

**ANÁLISIS:**

La sociedad en términos promedio no posee una buena capacidad de pago para hacer frente a sus deudas de corto plazo. Es decir, no posee del suficiente dinero en efectivo para cancelar las deudas del corto plazo, ello implica que el manejo de las finanzas totales de la empresa no es adecuado, indicando además la deficiencia de la gerencia para convertir en efectivo determinados activos y pasivos corrientes.

No obstante lo anterior la sociedad posee buenos indicadores de gestión, claramente no es un buen indicador de los efectos de decisiones y políticas seguidas por la empresa, con respecto a la utilización de sus fondos.

En cuanto a la estructura de capital podemos observar que la sociedad posee autonomía financiera dado que el % de recursos obtenidos de terceros es bajo, lo que implica que ante la posibilidad de liquidarse la empresa deberá desprender de un bajo % de los activos para cancelar el financiamiento de terceros.

Finalmente se puede observar que la sociedad posee niveles normales de rentabilidad.

**ESVAL**  
**RATIOS FINANCIEROS**  
**Al 31 de diciembre de**

<b>RATIOS</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>Promedio</b>
	<b><u>M\$</u></b>	<b><u>M\$</u></b>	<b><u>M\$</u></b>	<b><u>M\$</u></b>	<b><u>M\$</u></b>	
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez general	0,74 veces	1,26 veces	0,77 veces	0,88 veces	0,83 veces	0.89 Veces
Prueba ácida	0,73 veces	1,25 veces	0,76 veces	0,88 veces	0,83 veces	0.89 Veces
Prueba defensiva	0%	0%	5%	8%	6%	3.8%
Capital de trabajo	(9.364.439)M\$	6.842.220M\$	(7.333.758)M\$	(3.356.852)M\$	(3.844.214)M\$	(6.148.297)M\$
Período promedio de cobranza	82 Días	82 Días	78 Días	77 Días	81 Días	80 Días
Rotación cuentas por cobrar	4Veces	4 Veces	5 Veces	5Veces	4 Veces	4 Veces
<b>RATIOS DE GESTIÓN</b>						
Rotación de cartera	41,04 Días	40,83 Días	38,92 Días	38,48 Días	40,71 Días	40,181 Días
Rotación de inventario	2 Día	1 Día	2 Día	1 Día	1 Día	1 Día
Rotación de inventarios	234 Veces	245 Veces	212 Veces	280 Veces	291 Veces	252 Veces
Rotación caja y bancos	0,0 Días	0,0 Días	0,0 Días	0,0 Días	0,0 Días	0,0 Días
Rotación activo fijo	0,18Veces	0,18Veces	0,18Veces	0,18Veces	0,18Veces	0,18Veces
<b>RATIOS DE SOLVENCIA</b>						
Estructura de capital	109%	106%	104%	108%	107%	107%
Razón de endeudamiento	52%	52%	51%	52%	52%	52%
Cobertura de GG.FF	2 Veces	3 Veces	3 Veces	3 Veces	3 Veces	3 Veces
Cobertura de gastos fijos	3,5 Veces	3,75 Veces	4,11 Veces	4,03 Veces	3,95 Veces	3,87 Veces
<b>RATIOS DE RENTABILIDAD</b>						
Rendimiento sobre el patrimonio	7%	9%	9%	9%	8%	8%
Rendimiento sobre la inversión	3%	4%	5%	4%	4%	4%
Margen de utilidad bruta	49%	53%	56%	57%	57%	54%
Margen neto de utilidad	35%	39%	42%	43%	43%	40%

**ANÁLISIS:**

La sociedad en términos promedio no posee una buena capacidad de pago para hacer frente a sus deudas de corto plazo. Es decir, no posee el suficiente dinero en efectivo para cancelar las deudas del corto plazo, ello implica que el manejo de las finanzas totales de la empresa no es adecuado, indicando además la deficiencia de la gerencia para convertir en efectivo determinados activos y pasivos corrientes. Esto queda de manifiesto con el evidente déficit de capital de trabajo que muestra la sociedad.

Adicionalmente se puede observar que la sociedad no posee buenos indicadores de gestión, fundamentalmente podemos mencionar que no cuenta prácticamente con liquidez para cubrir tan solo un día de ventas, claramente no es un buen indicador de los efectos de decisiones y políticas seguidas por la empresa, con respecto a la utilización de sus fondos.

En cuanto a la estructura de capital podemos observar que la sociedad por cada unidad aportada por los dueños existe un alto porcentaje aportado por los acreedores, lo que implica que ante la posibilidad de liquidarse la empresa la sociedad tendría que desprenderse del 100% de sus activos para cancelar a sus acreedores.

Finalmente se puede observar que la sociedad posee niveles normales de rentabilidad.

**SINTEX**  
**RATIOS FINANCIEROS**  
**Al 31 de diciembre de**

<b>RATIOS</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>Promedio</b>
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez general	1,24 veces	3.14 veces	0,20 veces	.0,11 veces	0,14 veces	0,11 veces
Prueba ácida	1,24 veces	3.14 veces	0,20 veces	0,11 veces	0,14 veces	0,11 veces
Prueba defensiva	38%	16%	17%	5%	16%	18%
Capital de trabajo (M\$)	1.264.395 M\$	1.161.010 M\$	2.848.023 M\$	1.280.021 M\$	945.448	189.089,60
<b>RATIOS DE GESTIÓN</b>						
Rotación caja y bancos	0,05 Días	0,05 Días	0,05 Días	0,89 Días	0,10 Días	0,23 Días
Rotación activo fijo	46,92 Veces	76,97 Veces	81,52 Veces	20.66 Veces	18,75Veces	48,96 Veces
<b>RATIOS DE SOLVENCIA</b>						
Estructura de capital	8%	1%	6%	7%	6%	6,60%
Razón de endeudamiento	7%	1%	6%	6%	6%	5,20%
Cobertura de GG.FF	8 Veces	8 Veces	2 Veces	13 Veces	34 Veces	13 Veces
Cobertura de gastos fijos	0,09 Veces	1,34 Veces	1,41Veces	1,26 Veces	0.33 Veces	0.49 Veces
<b>RATIOS DE RENTABILIDAD</b>						
Rendimiento sobre el patrimonio	22%	11%	2%	4%	9%	9,60%
Rendimiento sobre la inversión	21%	10%	2%	4%	9%	9,20%
Margen de utilidad bruta	58%	18%	19%	12%	57%	32,80%
Margen neto de utilidad	58%	15%	6%	15%	35%	25,80%
Dupont	21%	11%	5%	4%	8%	9,80%

**ANÁLISIS:**

La sociedad en términos promedio no posee una buena capacidad de pago para hacer frente a sus deudas de corto plazo. Es decir, no posee el suficiente dinero en efectivo para cancelar las deudas del corto plazo, ello implica que el manejo de las finanzas totales de la empresa no es adecuado, indicando además la deficiencia de la gerencia para convertir en efectivo determinados activos y pasivos corrientes.

Adicionalmente a lo anterior se puede observar que la sociedad no posee buenos indicadores de gestión, fundamentalmente podemos mencionar que no cuenta prácticamente con liquidez para cubrir tan solo un día de ventas, claramente no es un buen indicador de los efectos de decisiones y políticas seguidas por la empresa, con respecto a la utilización de sus fondos.

En cuanto a la estructura de capital podemos observar que la sociedad posee autonomía financiera dado que el % de recursos obtenidos de terceros es bajo, lo que implica que ante la posibilidad de liquidarse la empresa más del 90% de los activos quedarían en poder de la empresa.

Finalmente se puede observar que la sociedad posee niveles normales de rentabilidad.

**SOPRAVAL**  
**RATIOS FINANCIEROS**  
**Al 31 de diciembre de**

<b>RATIOS</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>Promedio</b>
	<b><u>M\$</u></b>	<b><u>M\$</u></b>	<b><u>M\$</u></b>	<b><u>M\$</u></b>	<b><u>M\$</u></b>	
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez general	1,40 veces	1,34 veces	1,84 veces	1,26 veces	1,58 veces	1,49 veces
Prueba ácida	0.69 veces	0.74 veces	1,13 veces	0,82 veces	0.95 veces	0.87veces
Prueba defensiva	0%	3%	7%	1%	2%	2,60%
Capital de trabajo	10.393.991 M\$	7.766.231M\$	11418078M\$	4.303.013M\$	7.132.129M\$	8.202.688M\$
Período promedio de cobranza	2 Días	2 Días	3 Días	3 Días	3 Días	3 Días
Rotación cuentas por cobrar	153Veces	164Veces	139Veces	124 Veces	107 Veces	137 Veces
<b>RATIOS DE GESTIÓN</b>						
Rotación de cartera	1,18 Días	1,10 Días	1,30 Días	1,45 Días	1,69 Días	1,24 Días
Rotación de inventario	41 Día	40 Día	36 Día	31 Día	36 Día	37 Día
Rotación de inventarios	9 Veces	9 Veces	10 Veces	12 Veces	10 Veces	10 Veces
Rotación caja y bancos	0 Días	0 Días	0Días	0 Días	0 Días	0 Días
Rotación activo fijo	1,63Veces	1,40Veces	1,49Veces	1,42Veces	1,43Veces	1,47Veces
<b>RATIOS DE SOLVENCIA</b>						
Estructura de capital	113%	111%	87%	82%	81%	81%
Razón de endeudamiento	53%	52%	47%	45%	45%	48%
Cobertura de GG.FF	1 Veces	3 Veces	11 Veces	8 Veces	4 Veces	5.4 Veces
Cobertura de gastos fijos	1,40 Veces	1,65 Veces	1,87 Veces	1,76 Veces	1,77 Veces	1,77 Veces
<b>RATIOS DE RENTABILIDAD</b>						
Rendimiento sobre el patrimonio	3%	9%	16%	12%	10%	10%
Rendimiento sobre la inversión	1%	4%	9%	7%	6%	5.4%
Margen de utilidad bruta	18%	23%	27%	26%	24%	23%
Margen neto de utilidad	5%	9%	13%	11%	10%	10%

**ANÁLISIS:**

La sociedad en términos promedio posee una buena capacidad de pago para hacer frente a sus deudas de corto plazo. Es decir, posee del suficiente dinero en efectivo para cancelar las deudas del corto plazo, ello implica que el manejo de las finanzas totales de la empresa es adecuado, indicando además la eficiencia de la gerencia para convertir en efectivo determinados activos y pasivos corrientes. Esto queda de manifiesto con el evidente superávit de capital de trabajo que muestra la sociedad.

Adicionalmente se puede observar que la sociedad posee buenos indicadores de gestión, claramente es un buen indicador de los efectos de decisiones y políticas seguidas por la empresa, con respecto a la utilización de sus fondos.

En cuanto a la estructura de capital podemos observar que la sociedad por cada unidad aportada por los dueños existe un alto porcentaje aportado por los acreedores, lo que implica que ante la posibilidad de liquidarse la empresa la sociedad tendría que desprenderse a lo menos del 81% de sus activos para cancelar a sus acreedores.

Finalmente se puede observar que la sociedad posee buenos niveles de rentabilidad.

**SPORTING**  
**RATIOS FINANCIEROS**  
**Al 31 de diciembre de**

<b>RATIOS</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>	<b>2004</b>	<b>Promedio</b>
	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	<b>M\$</b>	
<b>LIQUIDEZ</b>						
Liquidez general	0,12 veces	0,43 veces	0,70 veces	0,12 veces	0,16 veces	0,31 veces
Prueba ácida	0.12 veces	0,42 veces	0.70 veces	0.12 veces	0.16 veces	0.31 veces
Prueba defensiva	3%	2%	1%	0%	2%	1,60%
Capital de trabajo	-	-	-	-	-	-
	3.421.433M\$	1.309.152M\$	737.866M\$	5.335.446M\$	2.568.963M\$	2.674.572.M\$
Período promedio de cobranza	13 Días	19 Días	13 Días	48 Días	10 Días	21 Días
Rotación cuentas por cobrar	28 Veces	19 Veces	28 Veces	8 Veces	38Veces	24 Veces
<b>RATIOS DE GESTIÓN</b>						
Rotación de cartera	6,42 Días	9,59 Días	6,2 Días	23,87 Días	4,79 Días	10.17 Días
Rotación de inventario	0 Día	1 Día	0 Día	0 Día	0 Día	0 Día
Rotación de inventarios	783 Veces	353 Veces	9406 Veces	1332 Veces	1330 Veces	2641 Veces
Rotación caja y bancos	0,03 Días	0,02 Días	0,01 Días	0,01 Días	0,01 Días	Días
Rotación activo fijo	0,26 Veces	0,22 Veces	0,24Veces	0,22Veces	0,26Veces	0,24 Veces
<b>RATIOS DE SOLVENCIA</b>						
Estructura de capital	36%	39%	46%	64%	50%	47%
Razón de endeudamiento	26%	28%	32%	39%	26%	30%
Cobertura de GG.FF	-1 Veces	-1 Veces	-7 Veces	-3 Veces	-4 Veces	-3,2 Veces
Cobertura de gastos fijos	1,38 Veces	1,14 Veces	1,21Veces	0,52 Veces	-0,05 Veces	0.84 Veces
<b>RATIOS DE RENTABILIDAD</b>						
Rendimiento sobre el patrimonio	0%	-1%	12%	-17%	9%	0.6%
Rendimiento sobre la inversión	0%	0%	8%	-11%	-6%	-1,8%
Margen de utilidad bruta	27%	28%	27%	15%	-27%	14%
Margen neto de utilidad	7%	3%	5%	-14%	-7%	.-1.2%
Dupont	-1%	-1%	10%	-5%	-7%	-0.8%

**ANÁLISIS:**

La sociedad en términos promedio no posee una buena capacidad de pago para hacer frente a sus deudas de corto plazo. Es decir, no posee el suficiente dinero en efectivo para cancelar las deudas del corto plazo, ello implica que el manejo de las finanzas totales de la empresa es adecuado, indicando además la ineficacia de la gerencia para convertir en efectivo determinados activos y pasivos corrientes. Esto queda de manifiesto con el evidente déficit de capital de trabajo que muestra la sociedad.

Adicionalmente se puede observar que la sociedad posee indicadores de gestión normales, esto es un buen indicador de los efectos de decisiones y políticas seguidas por la empresa, con respecto a la utilización de sus fondos.

En cuanto a la estructura de capital podemos observar que la sociedad por cada unidad aportada por los dueños existe más del 40% aportado por los acreedores, lo que implica que ante la posibilidad de liquidarse la empresa la sociedad tendría que desprenderse a lo menos de dicho % de sus activos para cancelar a sus acreedores.

Finalmente se puede observar que la sociedad no posee buenos niveles de rentabilidad.