

**UNIVERSIDAD NACIONAL DE SAN ANTONIO
ABAD DEL CUSCO.**

**FACULTAD DE CIENCIAS CONTABLES Y
FINANCIERAS.**

CARRERA PROFESIONAL DE CONTABILIDAD.



**“LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO Y SU INFLUENCIA EN LOS
RESULTADOS DE LAS EMPRESAS CONCESIONARIAS DE VEHÍCULOS
DEL CUSCO-2012”**

TESIS PRESENTADA POR LOS BACHILLERES:

BR. HEBER MAMANI BARRIENTOS

BR. GUILLERMO JUAN MARQUEZ QUISPE

PARA OPTAR AL TÍTULO PROFESIONAL DE
CONTADOR PÚBLICO

ASESOR:

MGT.CPC. FEDERICO HOLGADO ABARCA

Cusco-Perú.

2015

TESIS FINANCIADA POR LA UNSAAC

PRESENTACIÓN.

Señor.

Decano de la Facultad de Ciencias Contables y Financieras

De la Universidad Nacional de San Antonio Abad del Cusco.

En cumplimiento del reglamento de grados y títulos vigente conferido por la facultad de Ciencias Contables y Financieras, presentamos a vuestra disposición el proyecto de investigación titulado “LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO Y SU INFLUENCIA EN LOS RESULTADOS DE LAS EMPRESAS CONCESIONARIAS DE VEHÍCULOS DEL CUSCO - 2012” para optar al título profesional de Contador Público conforme a lo establecido por la ley universitaria y estatuto de la Universidad Nacional de San Antonio Abad del Cusco.

La investigación tiene como objetivos principales demostrar la importancia y la influencia que tiene el análisis de la estructura de financiamiento en las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco, así como contribuir a una gestión financiera eficiente y eficaz en dichas empresas, así mismo el presente estudio servirá para incentivar a los futuros profesionales de la facultad de ciencias contables y financieras para que puedan realizar trabajos de investigación, tomando como base los resultados obtenidos en el presente estudio.

Los Tesistas.

DEDICATORIA.

Al concluir este trabajo y recordar el tiempo y esfuerzo puestos en él, quiero dedicarlo a todas aquellas personas que de muchas maneras me ayudaron a lo largo de esta aventura. Se lo dedico a mis profesores y amigos de la universidad, por todos estos años vividos en las aulas universitarias y por todos los conocimientos y buenas experiencias compartidos con ellos. Se lo dedico también con mucho amor a mis padres Adrián y Libia por su apoyo incondicional y su gran paciencia conmigo y por realizar muy bien su labor como padres al enseñarme el camino correcto a lo largo de mi vida hasta ahora, pero sobre todo dedico este trabajo y toda mi vida en honor a Dios por todas sus misericordias y su bondad, porque sin él nada sería posible. Todo sea para la gloria de dios.

Heber Mamani Barrientos.

DEDICATORIA

Es justo y necesario que después de un trabajo tan laborioso como es la culminación de una tesis hacer un recuento de las “kilométricas horas” que se han tenido que invertir en su elaboración. Con ello puedo comprender, que alcanzar la meta fue gracias al apoyo y cariño de los que apoyaron en la realización de este proyecto.

Dedico este proyecto en primer lugar a Dios por haberme guiado a lo largo de este camino llamado vida. Además, en reconocimiento a su comprensión, aliento y sobre todo al cariño mostrado en los momentos más críticos, dedico también esta publicación: a mis queridos Padres Cristina y Guillermo que me formaron para asumir retos como éste, y me supieron inculcar la dedicación y perseverancia al trabajo y a mis hermanos María Cristina, Christian, Gerardo, Alexis y Daniela los más preciados tesoros que el señor me ha dado.

No pueden quedar fuera de esta dedicatoria mis innumerables Amigos y compañeros, quienes me apoyaron siempre con sus valiosas sugerencias y apoyo incondicional, Gracias amigos.

Guillermo Juan Marquez Quispe.

AGRADECIMIENTOS.

Quiero agradecer de todo corazón a todas aquellas personas que me ayudaron en la realización de este trabajo, las tengo presentes. Quiero agradecer de manera especial a nuestro docente Mgt. Federico Holgado Abarca por la gran ayuda con su tiempo, paciencia y conocimientos en la realización de este trabajo de investigación. Un especial agradecimiento a mi amigo Guillermo por ser mi compañero a lo largo de la realización de nuestro trabajo. Agradezco con mucho amor a mis padres por apoyarme y animarme a continuar durante todo este tiempo y mi mayor agradecimiento es a Dios quien nos da la vida, porque en él está la vida.

Heber Mamani Barrientos.

AGRADECIMIENTOS

Es un deber ineludible expresar mi reconocimiento y gratitud ante todo a Dios y a mi familia, y a todos los docentes que nos inculcaron sus conocimientos en los años que estuve en la Facultad de Ciencias Contables y Financieras, pero sobre todo a nuestro asesor Mgt. CPC. Federico Holgado Abarca, quien nos guió constantemente para la elaboración de este proyecto.

Guillermo Juan Marquez Quispe.

INTRODUCCIÓN

La presente investigación, se llevo a cabo a través de un plan de trabajo y de diversas técnicas, las cuales nos proporcionaron la información para su desarrollo.

En la actualidad, nos encontramos en mundo donde el correcto manejo de los recursos financieros y las decisiones de inversión son fundamentales para la maximización de los beneficios económicos. Por otra parte, las empresas tienen la necesidad de realizar inversiones para lo cual requieren recursos financieros, pero necesitan obtenerlos al menor costo financiero posible. Siendo así, las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco no son ajenas a esto. Es por esta razón que nuestra investigación se centra en el estudio de la estructura de financiamiento dado que el uso de una sola fuente de financiamiento o el uso de una combinación de fuentes financieras ejercen influencia sobre los resultados de las empresas, y, en particular, a las que son objeto de la presente investigación.

Sin embargo, pese a que el estudio de la estructura de financiamiento es de suma importancia en todo tipo de empresas sin importar su tamaño, aún existe una gran cantidad de empresas que no realizan este estudio, lo cual no les permite saber si están obteniendo el mayor rendimiento posible por su inversión.

El desarrollo de este proyecto, nos permitió aplicar los conocimientos adquiridos en la materia de Metodología de la Investigación, experimentando cada uno de los procesos en los que se dividió la metodología utilizada y de alguna u otra manera contribuir con la sociedad en el mayor y mejor conocimiento de este tema financiero. Esta investigación busca proporcionar ayuda para que se tenga un mayor conocimiento sobre la estructura de financiamiento y su importancia y de esa manera ayudar también en el proceso de planeamiento financiero.

El presente trabajo de investigación consta de los siguientes capítulos:

Capítulo I; que comprende todos los aspectos metodológicos de la investigación.

Capítulo II; que comprende un recorrido por los aspectos relativos a los antecedentes de la investigación, el marco legal aplicable y las bases teorías propiamente dichas.

Capítulo III; que abarca el análisis y la interpretación de los resultados de la investigación.

Finalmente, queremos agradecer a todas aquellas personas que nos brindaron su apoyo y manifestarles que con ese apoyo y el saber que esta investigación contribuirá en la realización de futuras investigaciones que se realicen sobre el tema, en el mejor desempeño financiero de las empresas y de la sociedad, nos sentimos sumamente recompensados.

INDICE

CAPITULO I.....	4
PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....	4
1.1. DESCRIPCIÓN DE LA REALIDAD.....	4
1.2. DELIMITACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN.....	6
1.2.1. DELIMITACIÓN ESPACIAL.....	6
1.2.2. DELIMITACIÓN TEMPORAL.....	6
1.3. PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN.....	6
1.3.1. PROBLEMA GENERAL.....	6
1.3.2. PROBLEMAS ESPECÍFICOS.....	6
1.4. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN.....	6
1.4.1. OBJETIVO GENERAL.....	6
1.4.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	6
1.5. HIPÓTESIS DE LA INVESTIGACIÓN.....	7
1.5.1. HIPÓTESIS GENERAL.....	7
1.5.2. HIPÓTESIS ESPECÍFICAS.....	7
1.6. VARIABLES E INDICADORES.....	7
1.6.1. VARIABLE INDEPENDIENTE.....	7
1.6.2. VARIABLE DEPENDIENTE.....	8
1.7. TIPO Y NIVEL DE INVESTIGACIÓN.....	8
1.7.1. TIPO DE INVESTIGACIÓN.....	8
1.7.2. NIVEL DE INVESTIGACIÓN.....	11
1.8. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN.....	11
1.9. POBLACIÓN Y MUESTRA.....	13
1.10. TÉCNICAS E INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN DE DATOS.....	13
1.10.1. TÉCNICAS.....	13
1.10.2. INSTRUMENTOS.....	13
1.11. ANÁLISIS DE DATOS.....	13
1.12. JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN.....	14
1.13. LIMITACIONES.....	16
CAPITULO II.....	17

2. MARCO TEÓRICO.....	17
2.1. ANTECEDENTES DE LA INVESTIGACIÓN.....	17
2.2. MARCO LEGAL.....	20
2.3. BASES TEÓRICAS.....	22
2.3.1. ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO.....	22
2.3.1.1. DEFINICIÓN:.....	22
2.3.1.2. SUPUESTOS BÁSICOS DEL ANÁLISIS DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA.....	26
2.3.1.3. LA VISIÓN DEL MERCADO EFICIENTE SOBRE LA ESTRUCTURA DEL CAPITAL.....	29
2.3.1.4. LA TESIS DE MODIGLIANI-MILLER.....	35
2.3.1.5. EL EFECTO DE LOS IMPUESTOS.....	52
2.3.1.6. EL EFECTO DE LOS COSTES DE AGENCIA.....	59
2.3.1.7. EL EFECTO DE LOS COSTES DE INSOLVENCIA Y DE QUIEBRA.....	62
2.3.1.8. ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO.....	64
2.3.1.9. FUENTES DE FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL EN EL PERÚ.....	65
2.3.1.10. INVERSIÓN EN ACTIVOS.....	70
2.3.1.10.1. DEFINICIÓN DE ACTIVO.....	70
2.3.1.10.2. CLASES DE ACTIVOS.....	70
2.3.2. RESULTADOS DE LAS EMPRESAS CONCESIONARIAS DE VEHÍCULOS.....	75
2.3.2.1. RESULTADOS DEL EJERCICIO.....	75
2.3.2.2. COMPONENTES DE LOS RESULTADOS DEL EJERCICIO.....	75
2.3.2.3. OBTENCIÓN DEL RESULTADO DEL EJERCICIO.....	80
2.3.2.4. DEFINICIÓN DE EMPRESA.....	80
2.3.2.5. CLASIFICACIÓN DE LA EMPRESA.....	81
2.3.2.6. EMPRESAS CONCESIONARIAS DE VEHÍCULOS.....	83
2.3.3. LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO EN LAS EMPRESAS CONCESIONARIAS DE VEHÍCULOS DEL CUSCO.....	90
2.4. DEFINICIÓN DE TÉRMINOS.....	91
CAPITULO III.....	93
ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS.....	93

3.1. INFORMACIÓN GENERAL.....	94
3.2. ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO.	109
3.3. CONCESIÓN DE MARCA.	120
3.4. DE LOS RESULTADOS.....	125
3.5. DE LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO Y SU INFLUENCIA EN LOS RESULTADOS.....	152
3.5.1. DEL FINANCIAMIENTO A CORTO PLAZO Y SU INFLUENCIA EN LOS RESULTADOS.....	152
3.5.2. DEL FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO Y SU INFLUENCIA EN LOS RESULTADOS.....	152
3.5.3. DEL FINANCIAMIENTO PROPIO Y SU INFLUENCIA EN LOS RESULTADOS.....	153
3.5.4. DEL FINANCIAMIENTO A CORTO Y LARGO PLAZOS Y SU INFLUENCIA EN LOS RESULTADOS.....	153
3.6. CONTRASTACIÓN Y VERIFICACIÓN DE LAS HIPÓTESIS. ...	154
CONCLUSIONES.	155
CONCLUSIÓN GENERAL.	155
CONCLUSIONES ESPECÍFICAS.	156
SUGERENCIAS.....	158
BIBLIOGRAFÍA.	159
ANEXOS.....	161

CAPITULO I.

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.

1.1. DESCRIPCIÓN DE LA REALIDAD.

En los últimos años nuestro país ha mantenido un crecimiento económico sostenido, esto se puede ver de diversas maneras como por ejemplo en el crecimiento de la clase media, la disminución de la pobreza, la disminución de los índices de desempleo, incremento de la remuneración mínima vital y del promedio de salarios que deriva en el aumento de la capacidad adquisitiva, también incremento el PBI (Producto Bruto Interno) y el ingreso per cápita, y así muchos otros indicadores que nos muestran que nuestro país está atravesando por un buen momento en su economía.

Y de la misma manera la ciudad del Cusco no es ajena a la coyuntura actual del país la cual se manifiesta en el incremento de la capacidad adquisitiva de los ciudadanos, es por eso que las personas tienen mayores posibilidades de adquirir bienes secundarios como vehículos, es debido a esta demanda

que el número de empresas concesionarias de vehículos ha incrementado considerablemente en los últimos años.

En la ciudad del Cusco hay tres actividades económicas principales que mueven la economía de la ciudad las cuales son el turismo, la construcción y la minería, dichas actividades por su naturaleza demandan gran cantidad de vehículos en las categorías de Van y Pick up.

Las empresas que se dedican a la venta de vehículos están bajo la modalidad de concesión, eso quiere decir que los vehículos que comercializan no son de su propiedad, son adquiridos de las marcas internacionales como Toyota, Nissan, Hyundai, Chevrolet, Ford, Suzuki, Kia entre otros, las cuales dan los vehículos a dichas empresas quienes les otorgan una garantía (carta fianza), además de eso las marcas exigen ciertos requisitos a las empresas concesionarias, dichas empresas también ofrecen otros servicios como el mantenimiento de los vehículos y la venta de los repuestos para sus respectivas marcas.

En la actualidad, las empresas concesionarias de vehículos ubicadas en nuestra Región son entidades que cuentan con sucursales y varios años de operación en el mercado y que, además, por la gran demanda de vehículos en nuestra Región tienen un valor patrimonial elevado.

Por ello, es importante que sus administradores conozcan su estructura de financiamiento para tomar decisiones adecuadas respecto a sus fuentes de financiamiento.

Sin embargo, y pese a la importancia y aplicación implícita de este tema, se encuentra que en nuestra Región no existe la aplicación y búsqueda de una estructura óptima de financiamiento que maximice los indicadores de rentabilidad de estas empresas.

De todo lo anteriormente expuesto, podemos señalar la justificación práctica de la investigación, dado que permitirá que las empresas concesionarias de vehículos ubicadas en nuestra Región aprovechen al máximo sus fuentes de financiamiento a través de un adecuado proceso de planeamiento financiero.

1.2. DELIMITACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN.

1.2.1. DELIMITACIÓN ESPACIAL.

En el presente trabajo de investigación se estudiará a las empresas concesionarias de vehículos ubicadas en la ciudad del Cusco.

1.2.2. DELIMITACIÓN TEMPORAL.

El presente trabajo de investigación analizará la información financiera de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco correspondientes al periodo económico 2012.

1.3. PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN.

1.3.1. PROBLEMA GENERAL.

¿En qué medida la estructura de financiamiento influye en los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco – 2012?

1.3.2. PROBLEMAS ESPECÍFICOS.

- a. ¿Cuál es el nivel de influencia del financiamiento a corto plazo dentro de la estructura de financiamiento y sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco - 2012?
- b. ¿Cuál es el nivel de influencia del financiamiento a largo plazo dentro de la estructura de financiamiento y sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco - 2012?
- c. ¿Cuál es el nivel de influencia del patrimonio dentro de la estructura de financiamiento y sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco -2012?

1.4. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN.

1.4.1. OBJETIVO GENERAL.

Analizar la estructura de financiamiento de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco y la influencia que ejerce en los resultados de las mismas – 2012.

1.4.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS.

- a. Determinar el nivel de influencia del financiamiento a corto plazo en

los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco -2012.

- b. Determinar el nivel de influencia del financiamiento a largo plazo en los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco -2012.
- c. Determinar el nivel de influencia del patrimonio en los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco - 2012.

1.5. HIPÓTESIS DE LA INVESTIGACIÓN.

1.5.1. HIPÓTESIS GENERAL.

La estructura de financiamiento tiene una alta influencia sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco.

1.5.2. HIPÓTESIS ESPECÍFICAS.

- a. El nivel del financiamiento a corto plazo dentro de la estructura de financiamiento ejerce una alta influencia sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco.
- b. El nivel del financiamiento a largo plazo dentro de la estructura de financiamiento tiene una alta influencia sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco.
- c. El nivel del patrimonio dentro de la estructura de financiamiento ejerce una alta influencia sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco.

1.6. VARIABLES E INDICADORES.

1.6.1. VARIABLE INDEPENDIENTE.

“X”: Estructura de financiamiento.

X₁: FINANCIAMIENTO A CORTO PLAZO-DIMENSIÓN 1

Indicadores.

- Proveedores.
- Obligaciones financieras.

X₂: FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO-DIMENSIÓN 2

Indicadores.

- Obligaciones financieras.
- Proveedores.

X₃: PATRIMONIO-DIMENSIÓN 3

Indicadores.

- Capital social.
- Reservas.
- Resultados acumulados.

1.6.2. VARIABLE DEPENDIENTE.

“Y”: Resultados de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco – 2012.

Indicadores.

- Costos de financiamiento (intereses).
- Impuesto a la renta.
- Utilidad o pérdida neta del ejercicio.
- Utilidad o pérdida neta por acción básica y diluida.

1.7. TIPO Y NIVEL DE INVESTIGACIÓN.

1.7.1. TIPO DE INVESTIGACIÓN.

De acuerdo a los propósitos de la investigación y la naturaleza de los problemas planteados, se empleó para el desarrollo del presente trabajo el siguiente tipo de investigación:

➤ **INVESTIGACIÓN APLICADA¹.**

Para Murillo (2008), la investigación aplicada recibe el nombre de “investigación práctica o empírica”, que se caracteriza porque busca la aplicación o utilización de los conocimientos adquiridos, a la vez que se adquieren otros, después de implementar y sistematizar la práctica basada en investigación. El uso del conocimiento y los resultados de investigación que da como resultado una forma rigurosa, organizada y sistemática de conocer la realidad.

El concepto de *investigación aplicada* tiene firmes bases tanto de orden epistemológico como de orden histórico, al responder a los retos que demanda entender la compleja y cambiante realidad social. El fundamento epistemológico de esta expresión está en la base de distinciones tales como

¹ Vargas Cordero, Zoila Rosa. Revista “LA INVESTIGACIÓN APLICADA: UNA FORMA DE CONOCER LAS REALIDADES CON EVIDENCIA CIENTÍFICA”. Educación, vol. 33, núm. 1, 2009, pp. 159-161, Universidad de Costa Rica, Costa Rica.

“saber y hacer”, “conocimiento y práctica”, “explicación y aplicación”, “verdad y acción”. Asimismo, exige una estructura metodológica y comunicacional-documental diferente a la de la investigación descriptiva y explicativa.

En el marco de la Sociología de la Ciencia, esa es una tendencia reciente que minimiza las fronteras entre lo teórico y lo aplicativo, que propugna una vinculación inseparable entre el “saber y el hacer”, pretendiendo que toda investigación teórica se enfoque en sus aplicaciones. Un ejemplo significativo de esto es la “*Investigación acción*”, donde la teoría se construye a partir de necesidades y búsquedas prácticas.

Al retomar las tendencias mencionadas de la investigación, se indican las particularidades metodológico-estructurales y documentales de la *investigación aplicada*, ya que en ellas se sigue una lógica diferente a la de enfoques de investigación de las otras fases de desarrollo de la ciencia, sin que por ello deje de cumplir con la necesaria rigurosidad teórico-metodológica, que subyace al quehacer científico.

En cuanto a sus instancias de desarrollo, la investigación aplicada sigue una estructura general. Debido a su misma naturaleza, el concepto de ‘*problema de investigación*’ es diferente. Mientras en los otros enfoques de investigaciones el problema es de orden cognitivo, en ellas es de orden práctico, ya que se trata de una situación dada o deficitaria que puede ser mejorada.

No obstante, la investigación aplicada se encuentra estrechamente vinculada con la investigación básica, pues depende de los principios científicos de esta última para su ejecución. Esto queda aclarado cuando se comprende que la investigación aplicada, al igual que en otros enfoques, requiere de un marco teórico, que, en este caso, significa la selección de una teoría que se expone en sus conceptos centrales y sus rasgos contextuales acordes a la situación problema identificada.

La investigación aplicada comprende, en principio, los siguientes pasos:

1. Partir de una situación problemática que requiere ser intervenida y mejorada. Se debe describir sistemáticamente esa situación

problema, de manera que se justifique con criterios relevantes su orden práctico.

2. Seleccionar una teoría, para luego exponerla en sus conceptos centrales y en sus rasgos contextuales.

3. Examinar la situación “problema” a la luz de la teoría seleccionada, de ésta se deriva un prototipo de acción, con el cual se busca resolver favorablemente la situación “problema”.

Obviamente en él se contempla la descripción sistemática con sus secuencias e instrumentaciones pues resultará ser el método y/o un modelo a emplear y comprobar en este proceso práctico aplicado.

4. Ensayar y probar el prototipo descrito como paso 3, para determinar la probabilidad que tiene el modelo aplicativo para resolver la situación problema (Universidad de Costa Rica, Facultad de Educación, 2007).

Una vez cumplidos los pasos de la estructura, es imprescindible completar el proceso de análisis de la práctica investigativa, detallar los resultados obtenidos y, por último, elegir el formato adecuado para presentar el informe final escrito, sin obviar la defensa oral y pública.

De todo lo anteriormente expuesto, podemos señalar que la presente investigación responde al tipo de investigación aplicada, dado que se utilizaron los conocimientos de finanzas corporativas y contabilidad y se aplicaron a las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco. Esta investigación, además, al ser aplicada, busca la aplicación práctica de una teoría como es la teoría sobre la estructura de financiamiento aplicada a las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco. Finalmente, es aplicada porque sigue los pasos indicados anteriormente para una investigación aplicada, además de apoyarse en los principios científicos de la investigación clásica.

1.7.2. NIVEL DE INVESTIGACIÓN.²

Este se refiere al grado de profundidad con que se aborda un fenómeno u objeto de estudio. Así, de acuerdo con la naturaleza y objetivos de la investigación, esta comprende los siguientes niveles:

- **Explicativa:** Porque la investigación se centra en los orígenes y causas de la estructura de financiamiento en las empresas concesionarias de vehículos del Cusco, así como de los efectos que esta tiene sobre los resultados de estas empresas. Además, esta investigación trata de dar cuenta de un aspecto de la realidad, explicando su significatividad dentro de una teoría de referencia.
- **Descriptiva:** Dado que esta investigación busca describir las características que debe comprender la estructura de financiamiento. Además su meta no se limita a la recolección de datos, sino a la predicción e identificación de las relaciones que existen entre ambas variables.
- **Propositiva:** Porque la investigación permitió elaborar un modelo de Estructura Óptima de Financiamiento para las empresas concesionarias de vehículos del Cusco.

1.8. DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN.³

El diseño en términos generales es la planificación de la ejecución o puesta en marcha del método particular elegido por el investigador, de modo que los efectos o los datos obtenidos por la aplicación del método sean válidos, fidedignos y confiables.

En la presente investigación se empleó el diseño cuasi experimental para las variables Estructura de Financiamiento y Resultados de las Empresas Concesionarias de Vehículos.

Los diseños cuasiexperimentales son una derivación de los estudios experimentales, en los cuales la asignación de los pacientes no es aleatoria aunque el factor de exposición es manipulado por el investigador.

² <http://manuelgross.bligoo.com/conozca-3-tipos-de-investigacion-descriptiva-exploratoria-y-explicativa>

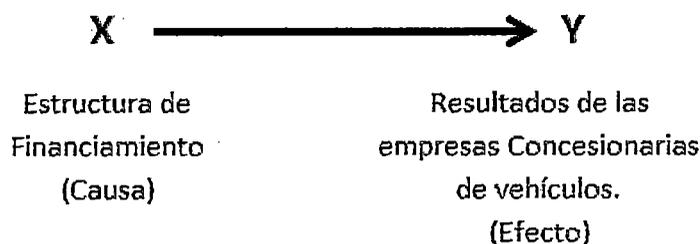
³ Arroyo Morales, Angélica, “Metodología de la Investigación Científica y su Aplicación en las Ciencias Contables y Financieras: Teoría y Práctica”, 2da. Edición, Cusco-Perú, 1997, pp. 147-149.

Los diseños que carecen de un control experimental absoluto de todas las variables relevantes debido a la falta de aleatorización ya sea en la selección aleatoria de los sujetos o en la asignación de los mismos a los grupos experimental y control, que siempre incluyen una preprueba para comparar la equivalencia entre los grupos, y que no necesariamente poseen dos grupos (el experimental y el control), son conocidos con el nombre de cuasiexperimentos.

El método cuasiexperimental es particularmente útil para estudiar problemas en los cuales no se puede tener control absoluto de las situaciones, pero se pretende tener el mayor control posible, aún cuando se estén usando grupos ya formados. Es decir, el cuasiexperimento se utiliza cuando no es posible realizar la selección aleatoria de los sujetos participantes en dichos estudios. Por ello, una característica de los cuasiexperimentos es el incluir "grupos intactos", es decir, grupos ya constituidos.

Algunas de las técnicas mediante las cuales se puede recopilar información en un estudio cuasiexperimental son las pruebas estandarizadas, las entrevistas, las observaciones, etc. Se recomienda emplear en la medida de lo posible la preprueba, es decir, una medición previa a la aplicación del tratamiento, a fin de analizar la equivalencia entre los grupos.⁴

La investigación por su diseño responde al siguiente esquema.



Dónde:

“X” es la variable independiente, Estructura de Financiamiento.

“Y” es la variable dependiente, Resultados de las empresas Concesionarias de vehículos.

⁴ http://www.sld.cu/galerias/pdf/sitios/renacip/disenos_cuasiexperimentales.pdf

1.9. POBLACIÓN Y MUESTRA.

La población está conformada por todas las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco en el año 2012 que son un total de 11, debido a esto se ha tomado como muestra la totalidad de la población.

1.10. TÉCNICAS E INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN DE DATOS.

1.10.1. TÉCNICAS.

En el desarrollo de la investigación se utilizaron las siguientes técnicas:

- **Encuesta:** Se realizaron encuestas a los gerentes y/o administradores encargados de la gestión de las empresas seleccionadas para el trabajo, así como a los profesionales contables.
- **Guía de análisis documental:** Utilizamos como instrumentos de recolección de datos, fichas textuales y de resumen, teniendo como fuentes libros, información, y otros documentos y bibliografía relacionados a la estructura de financiamiento.
- **Análisis Estadístico:** El análisis estadístico lo realizamos con la información obtenida de los diferentes instrumentos utilizados.

1.10.2. INSTRUMENTOS.

Para la ejecución de las técnicas e instrumentos antes mencionados se utilizaron los siguientes instrumentos:

<u>TÉCNICA</u>	<u>INSTRUMENTO</u>
• ENCUESTA.	CUESTIONARIO.
• RECOLECCIÓN Y ANÁLISIS	FICHA DOCUMENTAL.
• ANÁLISIS ESTADÍSTICO.	CUADROS ESTADÍSTICOS.

1.11. ANÁLISIS DE DATOS.

El análisis que se realizó en el estudio fue principalmente cuantitativo, y también cualitativo.

El análisis de datos consiste en la realización de las operaciones a las que el

investigador someterá los datos con la finalidad de alcanzar los objetivos del estudio.⁵

El análisis fue cuantitativo en razón de que fue necesario recurrir a herramientas matemáticas a fin de demostrar la hipótesis planteada, las cuales fueron efectuadas en un software de computadora (Excel).

Por otra parte, el análisis fue de naturaleza cualitativa debido a que al iniciar el proceso investigativo se tuvo una base documental amplia obtenida mediante las diversas técnicas e instrumentos de recolección de información y luego de ello se organizaron dichos datos, despejando los componentes de interés para la investigación. Posteriormente se realizó la interpretación de estos datos.

Así, estos dos tipos de análisis nos llevaron a las conclusiones establecidas al término del presente trabajo de investigación.

1.12. JUSTIFICACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN.

Debido a la necesidad que tienen las empresas de contar con información financiera relevante, fidedigna, a tiempo real y útil para la adecuada toma de decisiones y que a la vez sirva para evaluar la gestión de los administradores, surge el estudio de la estructura de financiamiento, que es la relación adecuada entre la deuda a corto y largo plazo con el patrimonio, como la herramienta capaz de suplir todas estas necesidades.

En la ciudad del Cusco las empresas deberían tomar en cuenta el estudio de la estructura de financiamiento como una herramienta importante para la óptima gestión financiera de las empresas ya sean micro, pequeña, mediana o grandes debido a que esta herramienta financiera proporciona información relevante, fidedigna, a tiempo real y útil. En tal sentido es necesario que las empresas cuenten con este importante instrumento de valuación a fin de permitir una eficiente administración de sus fuentes de financiamiento.

5

<http://www.ccee.edu.uy/ensenian/catmetinvcont/material/PPT%20Parte%207%20Análisis%20de%20los%20datos-1.pdf>

El presente trabajo de investigación propondrá soluciones a los siguientes problemas:

- Permitirá a los administradores de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco tener una perspectiva general sobre su estructura de financiamiento y la importancia de su aplicación.
- Contribuirá a que los administradores conozcan el nivel óptimo de endeudamiento de dichas empresas a fin de saber la proporción de deuda dentro de su estructura de financiamiento que maximiza sus ratios de rentabilidad.
- Proporcionará información útil para el proceso de planeamiento financiero de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco.

De esta manera, la presente investigación contribuirá con información útil para las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco, pues al conocer los beneficios que trae consigo el estudio de la estructura de financiamiento, esta podrá ser considerada para la toma de decisiones, permitiendo así establecer estrategias que permitan la maximización de sus beneficios.

En este sentido, la propuesta de investigación que se presenta se justifica por ser relevante principalmente desde el punto de vista financiero, por cuanto permite analizar la relación existente entre la estructura de financiamiento de dichas empresas y los resultados de las mismas, evidenciando la importancia financiera del presente estudio, al contribuir al conocimiento de los beneficios que trae la aplicación del estudio de la estructura de financiamiento, otorgándole importancia y relevancia a la investigación.

Finalmente, este estudio constituirá un antecedente para futuras investigaciones que se desarrollen acerca del tema; sirviendo además de herramienta, para los profesionales, empresarios e interesados en la materia financiera.

1.13. LIMITACIONES.

La investigación no presentó limitaciones significativas que pongan en riesgo la viabilidad del proyecto.

CAPITULO II

MARCO TEÓRICO.

2.1. ANTECEDENTES DE LA INVESTIGACIÓN.

Todo proceso científico exige que se haga una revisión de los antecedentes de la investigación, motivo por el cual recurrimos a diferentes fuentes de información como: Bibliotecas virtuales de diversas universidades nacionales y extranjeras, así como también la biblioteca especializada de la Facultad de Ciencias Contables y Financieras de la Universidad Nacional de San Antonio Abad del Cusco, en las cuales pudimos encontrar las siguientes tesis relacionadas al presente trabajo de investigación, las cuales son:

a. Análisis de la Estructura de Capital en la empresa de servicios públicos de Sogamoso COSERVICIOS S.A. E.S.P. para los años 2007 a 2009. (2011)

Presentado por Sandra Milena Zambrano Vargas, para optar el título académico de Magister en Administración, por la Universidad Nacional de Colombia en la Facultad de Ciencias Económicas.

Para la realización del presente estudio se usó un análisis descriptivo debido a que se deseaba observar el comportamiento de la estructura de capital de la firma COSERVICIOS S.A. E.S.P. a partir del cálculo de diferentes indicadores para determinar si se ajustó a alguna de las teorías del Trade Off o del Pecking Order. El diseño de la investigación en cuanto a la aplicación de la teoría del Trade Off fue experimental debido a que se manipuló la mezcla entre deuda y patrimonio para conocer cuál fue la estructura óptima durante los tres períodos en estudio y poder así compararla con la realidad. En cuanto a la aplicación del Pecking Order se considera no experimental porque en ningún momento se manipularon cifras sino que se analizaron datos reales producto del análisis de los estados financieros de la empresa y además se compararon con las existentes a nivel sectorial, industrial y macroeconómico.

Se concluyó que:

La firma estudiada no se comportó de acuerdo con la teoría del Trade Off, las simulaciones realizadas por medio de dos modelos demostraron que los directivos de la empresa en los tres períodos estudiados no se ajustaron gradualmente hacia una estructura óptima de capital. Analizando a la empresa de servicios públicos de Sogamoso COSERVICIOS S.A. E.S.P. desde la perspectiva del Pecking Order, se observa que durante el período comprendido entre los años 2007 a 2009 se le dio prioridad para financiar sus nuevos proyectos de inversión a la generación de recursos internos (visto en los incrementos de la apropiación de reservas), después recurrió al endeudamiento (adquirió vehículos mediante leasing) y no tuvo necesidad de emitir acciones para financiarse.

b. Determinación de la Estructura de Financiamiento Óptima para empresas ecuatorianas: Caso Cervecería Nacional CN, S.A.

Presentado por Magdalena Victoria Arévalo Arévalo, Iván Fabricio Cepeda Boney Carla Maribel Sojos Gonzáles, para optar al título académico de Economistas en Gestión Empresarial con Especialización en Finanzas e Ingeniero Comercial con Especialización en Finanzas, por la Escuela Superior Politécnica del Litoral en la Facultad de Ciencias Humanísticas y Económicas. Este proyecto busca analizar, desarrollar y encontrar la Estructura de Endeudamiento Óptimo de la Cervecería Nacional. Para ello se han detallado las Teorías Financieras más relevantes acerca de la estructura de capital y los principales agentes que influyen en su endeudamiento. Tomándose como referencia los Estados Financieros, Estados de Resultados Auditados por la Price Water House Coopers presentados a la Superintendencia de Compañías y los Informes Económicos de la Cervecería Nacional.

Para ello se realizó un análisis horizontal y vertical para determinar la variación absoluta o relativa que han sufrido cada una de las cuentas de los estados financieros de un periodo con respecto a otro, determinando así un crecimiento o decrecimiento, complementándose este estudio con las Razones Financieras que nos permitan obtener un mayor conocimiento de la situación de la Cervecería. Para determinar la estructura de endeudamiento óptimo de la Cervecería Nacional, se trabajó con la tasa libre de riesgo para este tipo de negocio, por lo que utilizamos el modelo CAPM para determinar la tasa a la cual se descontaron los flujos de efectivo obtenidos en diferentes escenarios de deuda y donde el valor de la empresa se maximiza logrando así el nivel óptimo de deuda.

Se concluyó que:

La Cervecería Nacional a lo largo de su trayectoria productiva y comercial dentro del Ecuador se ha manejado con una estructura de financiamiento del orden jerárquico (Pecking Order). Además, según los resultados obtenidos por la valoración realizada y verificados con el gráfico, se pudo concluir que la Cervecería necesita un nivel bajo en endeudamiento para que su Valor como empresa sea el más alto.

2.2. MARCO LEGAL.

Las principales normas legales vinculadas a la estructura de financiamiento son:

a) Ley del Impuesto a la Renta.

La ley del Impuesto a la Renta en nuestro país (en adelante LIR) aprobado mediante Decreto Supremo N°179-2004-EF, publicado el 8 de diciembre del 2004, permite que las empresas puedan deducir el pago de los intereses de deuda para el cálculo del impuesto a la renta, lo cual genera un escudo fiscal. Se hace referencia a dicho artículo a continuación:

“Artículo 37°.-A fin de establecer la renta neta de tercera categoría se deducirá de la renta bruta los gastos necesarios para producirla y mantener su fuente, así como los vinculados con la generación de ganancias de capital, en tanto la deducción no esté expresamente prohibida por esta ley, en consecuencia son deducibles:

- a) Los intereses de deudas y los gastos originados por la constitución, renovación o cancelación de las mismas siempre que hayan sido contraídas para adquirir bienes o servicios vinculados con la obtención o producción de rentas gravadas en el país o mantener su fuente productora”.*

Adicionalmente la LIR regula también la tasa a la que se encuentran afectas las empresas peruanas, que es de 30%. Se menciona dicho artículo a continuación:

“Artículo 55°.- El impuesto a cargo de los perceptores de rentas de tercera categoría domiciliadas en el país se determinará aplicando la tasa del treinta por ciento (30%) sobre su renta neta.”

b) Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros.

La Ley N° 26702 Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de

Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, establece que como parte de las operaciones de las empresas del Sistema Financiero se encuentra el otorgamiento de créditos a las distintas entidades del país, así como también realizar el arrendamiento financiero. A continuación se señala lo expresado en dicha norma: **“Artículo 221°.- OPERACIONES Y SERVICIOS. Las empresas podrán realizar las siguientes operaciones y servicios, de acuerdo a lo dispuesto por el capítulo I del título IV de esta sección segunda...**

11. Realizar operaciones de crédito con empresas del país, así como efectuar depósitos en ellas.

35. Realizar operaciones de arrendamiento financiero”.

c) Norma Internacional de Contabilidad 23: Costos por Préstamos⁶

La norma en mención señala en su párrafo primero, que aquellos costos por préstamos que no formen parte del costo de un activo deberán reconocerse como gastos. A continuación se reproduce el párrafo señalado líneas arriba:

“Principio básico

1. Los costos por préstamos que sean directamente atribuibles a la adquisición, construcción o producción de un activo apto forman parte del costo de dichos activos. Los demás costos por préstamos se reconocen como gastos.”

d) Norma Internacional de Contabilidad 33: Ganancias por Acción⁷

El décimo párrafo de la norma en mención señala la metodología para el cálculo de las ganancias por acción, tal como se señala a continuación:

“Ganancias por acción básicas

....

⁶ Norma Internacional de Contabilidad 23 Costos por Préstamos. Párrafo 1

⁷ Norma Internacional de Contabilidad 33 Ganancias por Acción. Párrafo 10

10. Las ganancias por acción básicas se calcularán dividiendo el resultado del periodo atribuible a los tenedores de instrumentos ordinarios de patrimonio de la controladora (el numerador) entre el promedio ponderado de acciones ordinarias en circulación (el denominador) durante el periodo.”

2.3. BASES TEÓRICAS.

2.3.1. ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO.

2.3.1.1. Definición:

La estructura de financiamiento fijada como meta es la mezcla de deudas, acciones preferentes e instrumentos de capital contable con la cual la empresa planea financiar sus inversiones. Esta política de estructura de capital implica una intercompensación entre el riesgo y el rendimiento, ya que usar una mayor cantidad de deudas aumenta el riesgo de las utilidades de la empresa y el endeudamiento más alto conduce a una tasa más alta de rendimiento esperada.

La estructura de capital óptima es aquella que produce un equilibrio entre el riesgo del negocio de la empresa y el rendimiento de modo tal que se maximice el precio de las acciones. Mientras más grande sea el riesgo de la empresa más baja es su razón óptima de endeudamiento.⁸

Existen 4 factores fundamentales que influyen sobre las decisiones de estructura de capital:

a) Riesgo de Negocio de la Empresa. Si no usara deudas, mientras más alto sea el riesgo del negocio, más baja será su razón óptima de endeudamiento.

⁸ Método para seleccionar la estructura de capital. Instituto Tecnológico de Calkini, marzo del 2011; CP. Franco Pérez, Luis.

b) Posición Fiscal de la Empresa. El interés es deducible, lo cual disminuye el costo efectivo de las deudas. Si tiene una tasa fiscal baja la deuda no será ventajosa.

c) Flexibilidad fiscal o la capacidad de obtener capital en términos razonables.

d) Actitudes conservadoras o agresivas de la administración.

En finanzas, la estructura de capital se refiere a la forma en que una empresa financia sus activos a través de una combinación de capital, deuda o valores híbridos. Es entonces la composición o la “estructura” de sus pasivos. Por ejemplo, una empresa que vende S/. 20 mil millones en capital y S/. 80 mil millones en deuda se dice que el 20% es financiado con acciones y el 80% es financiado con deuda. La relación de engranajes es la proporción del capital empleado de la empresa que viene de fuera de la financiación de las empresas, por ejemplo, tomando un préstamo a corto plazo, etc.

La estructura de capital está íntimamente relacionada con la situación financiera a largo plazo de la empresa, hasta para financiar y planear sus operaciones futuras.

ESTRUCTURA FINANCIERA⁹

La estructura financiera de la empresa es la composición del capital o recursos financieros que la empresa ha captado u originado. Estos recursos son los que en el Estado de Situación Financiera aparecen bajo la denominación genérica de Pasivo y Patrimonio Neto que recoge, por tanto, las deudas y obligaciones, y recursos propios de la empresa, clasificándolas según su procedencia y plazo. La estructura financiera constituye el capital

⁹<http://www.expansion.com/diccionario-economico/estructura-financiera-de-la-empresa.html>

de financiamiento, o lo que es lo mismo, las fuentes financieras de la empresa.

La composición de la estructura de capital en la empresa es relevante, ya que, para intentar conseguir el objetivo financiero establecido: maximizar el valor de la empresa, se ha de disponer de la mezcla de recursos financieros que proporcionen el menor coste posible, con el menor nivel de riesgo y que procuren el mayor apalancamiento financiero posible. Así, pues, los principales tipos de decisiones sobre la estructura financiera son acerca de las dos siguientes cuestiones:

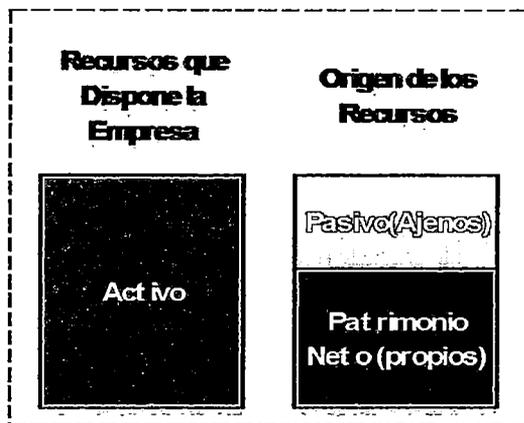
- La cuantía de los recursos financieros a corto y largo plazo.
- La relación entre fondos propios y ajenos a largo plazo.

Por tanto, hay que analizar la estructura financiera de la empresa, concretamente el estudio de las fuentes financieras disponibles para la empresa y sus características (incluyendo las distintas fuentes, internas o externas, a corto, medio o largo plazo); y se han de establecer unos criterios que permitan la mejor adecuación de los medios financieros globales a las inversiones -tanto actuales como futuras-, en los activos corrientes y no corrientes.

A continuación, se muestra el modelo básico de la estructura financiera de una empresa. En el lado izquierdo podemos apreciar todas las inversiones (o aplicaciones de los recursos financieros de los que dispone la empresa) que ha realizado una empresa, ya sea para sus actividades de operación y/o inversión en activos de largo plazo.

Por otro lado, en lado derecho observamos el origen de los recursos, es decir, las fuentes de las que la empresa ha obtenido los recursos para financiar dichas inversiones. Estas fuentes

pueden ser ajenas (pasivo) o propias (patrimonio neto).



El estudio de la estructura de capital intenta explicar la combinación de acciones y deuda a largo plazo usada por una empresa para financiar inversiones reales. La mayor parte de las investigaciones acerca de la estructura de capital se han centrado en la proporción de deuda y en el patrimonio observado en la parte derecha del balance general.

No existe ninguna teoría universal en la elección del equilibrio entre deuda y patrimonio. Es más, no existe razón para esperar que exista uno. Sin embargo, existen varias teorías circunstanciales que son de gran ayuda. Por ejemplo, la llamada Trade Off Theory afirma que las empresas buscan ciertos niveles de deuda, ya que se ven beneficiadas al reducir sus impuestos, en vez de buscar otras formas de financiamiento. La llamada Pecking Order Theory dice que la empresa se endeudará, en vez de utilizar patrimonio, cuando el flujo de caja interno no sea suficiente para cubrir los gastos de capital. De esta forma la cantidad de deuda reflejará la necesidad de la empresa de fondos externos. La teoría conocida como Free Cash Flow dice que son peligrosos los altos niveles de deuda, ya que causarán incremento en el valor, a pesar de la amenaza del daño financiero; cuando una empresa opera

flujo de caja de una forma significativa excede oportunidades de aprovechar inversiones.¹⁰

2.3.1.2. Supuestos Básicos del Análisis de la Estructura Financiera.¹¹

Como sabemos, el coste del capital medio ponderado se obtiene a través de la combinación de los costes individuales de cada fuente financiera a largo y medio plazo con sus respectivas ponderaciones. Estas últimas nos indicaban la proporción del valor de mercado de cada fuente financiera con relación al valor total de la financiación a largo y medio plazo. Así, si por motivos de sencillez explicativa, suponemos que la financiación a largo y medio plazo de la empresa está compuesta únicamente por acciones y obligaciones, el coste medio ponderado de la empresa sería el expresado a través de la siguiente expresión:

$$K_{CPPC} = k'_D \times (D/V) + k_A \times (A/V) \quad (2.1)$$

Donde k'_D y k_A son, respectivamente, el coste de las deudas a largo y medio plazo (teniendo en cuenta la desgravación fiscal de los intereses) y el de las acciones ordinarias. Mientras que D y A son, respectivamente, el valor de mercado de las deudas y el de las acciones ordinarias. V es el valor de mercado de la empresa ($V=D+A$).

Como se puede apreciar fácilmente, el coste del capital dependerá de las ponderaciones de ambas fuentes financieras, si suponemos constantes los valores de los costes individuales. Esto es, K_{CPPC} tomará distintos valores según que variemos las ponderaciones de las acciones y de las obligaciones. Esto nos lleva a hacernos una pregunta importante: ¿existen unas ponderaciones que minimicen el valor del coste medio ponderado?, porque de existir habremos

¹⁰Revista Soluciones de Postgrado EIA, Número 1. p. 93-111. Medellín, enero de 2008; Grajales Bedoya, Duván Darío.

¹¹ La estructura de capital óptima, Universidad complutense de Madrid; Mascareñas Juan.

encontrado una combinación de las fuentes financieras a largo plazo tal que al minimizar el coste del capital de la empresa estaremos, al mismo tiempo, maximizando el valor de mercado de la misma que, no olvidemos, es el objetivo principal de todo director de empresa. A dicha combinación de las fuentes financieras a largo plazo se la denomina estructura del capital óptimo¹² y de la búsqueda de la misma es uno de los objetivos de este trabajo.

Las variables que afectan al comportamiento de los costes individuales de las diversas fuentes financieras, así como a las preferencias de la empresa por unas fuentes en detrimento de otras, son muchas y de muy diversos tipos (fiscales, legales, dificultad de acceso a un mercado financiero determinado, etc.). Por ello, y dado que nos interesa averiguar si el coste medio ponderado de la empresa (k_{CPPC}) puede ser alterado variando las ponderaciones de las fuentes financieras a largo plazo, nos veremos obligados a realizar una serie de suposiciones tendentes a aislar el efecto de las demás variables, que puedan afectar a dicho coste producido por la alteración de las ponderaciones. Entre esos supuestos destacaremos los siguientes:

1º. Los dividendos de la compañía van a ser constantes a lo largo de los años. Este supuesto es necesario debido a que si los considerásemos variables no sabríamos hasta qué punto la alteración de la composición de la estructura del capital de la empresa es la culpable del aumento (o disminución) del valor de la misma o si, por el contrario, han sido los mayores (o menores) dividendos los que han producido dicha alteración.

¹² Se denomina estructura de financiamiento de la empresa a la combinación de todas las fuentes financieras de la empresa, sea cual sea su plazo o vencimiento. Mientras que la estructura de capital hace referencia a la combinación de las fuentes financieras a largo plazo.

2°. La empresa distribuye todos sus beneficios en forma de dividendos, puesto que si retuviese alguna parte de los mismos el valor de las reservas aumentaría, lo que podría indicar que la política de dividendos de la empresa altera el valor de ésta y ello, de momento, no nos interesa que ocurra.

3°. Supondremos que los ingresos de la compañía no están sujetos a ningún pago impositivo. Más adelante consideraremos el caso de que sí sean gravados fiscalmente.

4°. La estructura del capital estará compuesta únicamente por acciones y obligaciones. Y el apalancamiento financiero se alterará sustituyendo acciones por obligaciones, es decir, emitiremos obligaciones y con el dinero recaudado compraremos las acciones equivalentes, o viceversa. Esto permitirá variar el apalancamiento sin alterar el valor contable del pasivo de la empresa.

5°. Todos los inversores tienen las mismas expectativas en cuanto al valor futuro esperado de los beneficios antes de intereses e impuestos (UAI).

6°. Los títulos se negocian en mercados financieros eficientes. Es decir, no existen costes de transacción, la información es gratuita e instantáneamente disponible y los inversores son diversificadores eficientes.

7°. No hay costes de quiebra, ni de agencia.

Más adelante veremos cómo sería la estructura de capital óptima de una empresa si el mercado fuese eficiente, lo que nos permitirá comprender mejor cómo afectan las diversas ineficiencias de éste a la composición de aquélla.

2.3.1.3. La Visión del Mercado Eficiente Sobre la Estructura del Capital.¹³

Esta hipótesis fue desarrollada por los premios Nobel Franco Modigliani y Merton Miller¹⁴ (MM) quienes suponen que el coste del capital medio ponderado (k_{CPPC}) y el valor de la empresa son totalmente independientes de la composición de la estructura del capital de la compañía, es decir, del tamaño de su apalancamiento financiero.

El valor de la empresa sólo dependerá de la capacidad generadora de renta de sus activos sin importar en absoluto de dónde han procedido los recursos financieros que los han financiado (a esto se le denomina la Proposición I de MM). De hecho, el valor de la empresa vendrá dado capitalizando el beneficio antes de intereses y de impuestos (UAI) a un tipo de interés igual al coste del capital medio ponderado de la empresa, el cual supondremos constante:

$$V = \frac{UAI}{k_{CPPC}} \quad (2.2)$$

La idea que subyace en la consideración de que k_{CPPC} 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, aumentará el riesgo financiero lo cual tendrá como consecuencia que los accionistas exigirán una mayor rentabilidad financiera para compensar dicho aumento de riesgo. Con ello se consigue que las posibles economías cosechadas por la empresa al operar con fondos con unos costes inferiores ($k_A > k_D$) se anulen totalmente al tener que emplearlas en satisfacer las demandas de los accionistas de una mayor rentabilidad financiera (k_A).

¹³La estructura de capital óptima, Universidad complutense de Madrid; Mascareñas Juan.

¹⁴MODIGLIANI, Franco y MILLER, Merton: “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *American Economic Review* 48 (Junio) 1958.Pp.:261-297

Con objeto de probarla introdujeron el concepto de arbitraje (beneficiarse de la diferencia de valor existente en dos mercados distintos con respecto a un mismo bien), demostrando que el valor de dos empresas podría ser el mismo si la única diferencia entre ambas consistía en la composición de su estructura de capital. Pues si esto no fuese así los inversores venderían acciones de la compañía sobrevalorada y adquirirían las de la empresa infravalorada hasta que ambas tuviesen el mismo valor. Concretando, la idea defendida por esta teoría se basa en el concepto de la conservación del valor, por el que en un mercado de capitales perfecto el valor de una empresa sólo depende del tamaño de los flujos de caja que se espera genere en el futuro y del coste del capital, pero no de cómo se reparten esos flujos de caja entre accionistas y obligacionistas. Así, en la tabla siguiente se muestra como ambas empresas (la endeudada o apalancada, y la que no lo está) proporcionan el mismo flujo de caja al inversor, por tanto, el precio que éste pagará por una fracción x del activo de la compañía será idéntico en ambos casos.

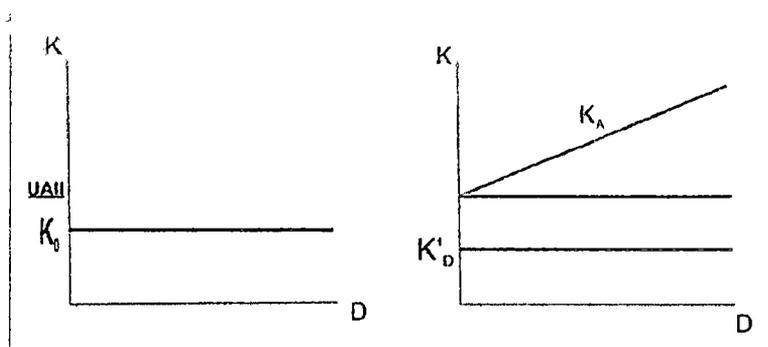
Tabla 2.1

	Empresa U	Empresa L
Tipo de Empresa	No Apalancada	Apalancada
	$V_U = A$	$V_L = A_L + D_L$
Ahora	El Inversor adquiere una fracción "x" de la empresa.	El Inversor adquiere una fracción "x" de la empresa.
	xV_U	$xA_L + xD_L$
Transcurrido un Período	El inversor recibe una fracción "x" de los flujos de Caja.	El Inversor recibe lo siguiente.
	xFC	$x(FC - k_D D_L) + xk_D D_L = xFC$

Para que lo anterior se cumpla deberemos considerar que el mercado es perfecto (no hay costes de transacción, ni de información, ni impuestos) y que el coste de las deudas no depende del grado de endeudamiento (k_D es constante). Así que

para la denominada “hipótesis RE”¹⁵ no existe ninguna estructura de capital óptima debido a que su composición no afecta para nada al valor de su activo (V) tal y como puede apreciarse en la figura 2.1 izquierda.

Fig.2.1 El valor de la empresa y del coste del capital según la hipótesis RE.



En la figura anterior de la derecha se muestra como al aumentar el grado de endeudamiento de la empresa aumenta el valor del coste de las acciones ordinarias lo que contrarresta el posible beneficio de financiarse a un coste inferior a través del endeudamiento. El resultado es que el coste del capital de la empresa se mantiene inalterado sea cual sea el nivel de apalancamiento financiero. La expresión matemática que calcula el valor del coste de las acciones ordinarias (rentabilidad financiera) en función de dicho apalancamiento se deduce a partir de la conocida expresión:

$$K_{CPPC} = K_D \frac{D}{V} + K_A \frac{A}{V} = K_D L + K_A (1 - L) \quad (2.3)$$

Donde suponiendo que K_{CPPC} y K_D son constantes, despejaremos K_A con lo que después de operar convenientemente obtendremos:

$$K_A = K_{CPPC} + (K_{CPPC} - K_D) L \quad (2.4)$$

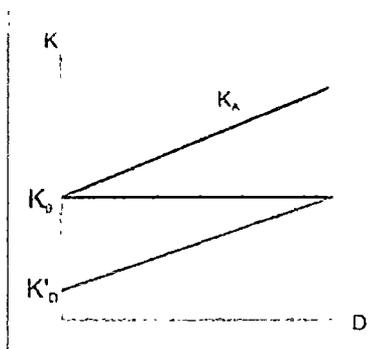
A esta expresión se la conoce como Proposición II de MM, que dice que la rentabilidad esperada de las acciones ordinarias de una empresa endeudada crece proporcionalmente a su grado de

¹⁵RE de Resultado de Explotación (en inglés, *net operating income* o NOI), que puede considerarse igual al beneficio antes de intereses e impuestos o BAIT (EBIT, en inglés).

endeudamiento. La condición necesaria para que se produzca un aumento de la rentabilidad financiera (k_A) es que exista un efecto de apalancamiento positivo, esto es, que $k_{CPPC} > k_D$. Si no fuera así tendríamos un efecto de apalancamiento negativo. La figura de la derecha suponía que las obligaciones de la empresa son fundamentalmente activos sin riesgo cuando el grado de endeudamiento es bajo. Esto hace que k_D sea independiente de la relación D/A y que k_A crezca linealmente cuando lo haga dicha relación de endeudamiento.

Ahora bien, cuanto mayor sea la deuda de la empresa mayor será el riesgo de insolvencia y la empresa se verá obligada a pagar mayores tipos de interés, lo que implica que tanto k_D como k_A crecen manteniendo, eso sí, la relación mostrada en la ecuación anterior (figura 2.2, donde $L = D/V$).

Figura 2.2 La proposición II de Modigliani-Miller



Ejemplo: Milusa es una compañía dedicada al ramo de la alimentación que nos proporciona la siguiente información financiera (de momento, para ser consistentes con la idea del mercado eficiente, supondremos que no hay impuestos):

Acciones ordinarias emitidas: 2'000,000

Precio de mercado de las acciones: S/. 10 /acción

Beneficios antes de intereses e impuestos (UAI): S/. 3'000,000

Utilidad por acción después de impuestos (UPA) = S/. 1.5

Dividendo por acción (DPA) = S/. 1.5

Coste del capital ($k_{CPPC} = k_A$) = $DPA \div P = 15\%$

Posteriormente, Milusa, acomete una reestructuración financiera que consiste en emitir ocho millones de nuevos soles en obligaciones y adquirir la misma cantidad en acciones (800,000 títulos) con objeto de reducir su capital social. El tipo de interés del cupón es del 12% antes de impuestos, con lo que el estado financiero de Milusa pasa a ser el siguiente:

- Estructura de capital.
- Acciones emitidas: 1'200,000.
- Obligaciones: S/. 8'000,000
- Información sobre beneficios
- Beneficio antes de intereses e impuestos (UAI) = S/. 3'000,000
- menos: intereses financieros (12%)
S/.960,000
- Beneficios para los accionistas = S/. 2'040,000
- Utilidad por acción (UPA) = S/. 1.7
- Dividendos por acción (DPA)= S/. 1.7

Antes de su reestructuración el valor del coste de las acciones propias era del 15%. Después de la misma, si se cumpliera esta hipótesis, dicho coste habría ascendido hasta:

$$K_A = 0.15 + (0.15 - 0.12) \times \frac{8}{12} = 17\%$$

De tal manera que si capitalizamos los dividendos a recibir por los accionistas después de la reestructuración financiera, 1.7 nuevos soles, al tipo de interés del 17%, obtendríamos un valor de las acciones en el mercado igual a:

$$P = \frac{DPA}{K_A} = \frac{1.7}{0.17} = 10$$

Y el valor del capital social será de $10 \times 1'200,000 = 12'000,000$ de nuevos soles, lo que hace que el valor de Milusa después de reestructurarla sea igual a:

$$V = A + D = 12'000,000 + 8'000,000 = S/. 20'000,000$$

Es decir, el valor de la empresa sería el mismo que antes de endeudarla, puesto que la ventaja obtenida al aumentar el grado de endeudamiento de la empresa (la diferencia entre el 15% de las acciones ordinarias y el 12% de las obligaciones) se vería contrarrestada por el aumento de 2 puntos del rendimiento financiero exigido por los accionistas.

Así pues, como la estructura del capital no afecta al valor de mercado de la empresa, éste se obtendrá capitalizando (descontando) los beneficios esperados antes de intereses e impuestos al coste del capital medio ponderado:

$$V = \frac{3'000,000}{0.15} = S/. 20'000,000$$

La financiación a través del endeudamiento tiene dos tipos de costes: un coste explícito (k_D) y uno implícito. Este último viene dado por la variación producida en el coste de las acciones al aumentar el grado de endeudamiento de la empresa. El coste real de las deudas es, obviamente, la suma de ambos tipos de costes. En general, el coste real de cualquier fuente financiera es su coste explícito más el cambio inducido en el coste de cualquier otra fuente financiera.

En conclusión, el punto de vista de la estructura de capital en mercados eficientes parte de la base de que el aumento del riesgo financiero producido por el incremento del apalancamiento financiero produce una alteración en el coste de las acciones lo bastante grande como para contrarrestar los mayores dividendos

repartidos a los accionistas. Lo que parece indicar que la financiación a través del endeudamiento no es tan barata como parece en un principio. El resultado será el mantener constante el coste del capital de la compañía y ello implicará, además, que al ser tan buena una estructura de capital como otra cualquiera los directivos no deberían perder su tiempo ni el dinero intentando dar con su composición óptima, pues ella no existe. Hay otra conclusión muy importante que se deriva de lo anterior: las decisiones de inversión pueden realizarse de forma independiente de las decisiones de financiación, es decir, si el proyecto de inversión es malo, o bueno, lo será independientemente de la estructura de capital de la empresa.

2.3.1.4. LA TESIS DE MODIGLIANI-MILLER.¹⁶

Cuando Modigliani y Miller escribieron su famoso artículo sobre el costo del capital, seguramente no imaginaron el enorme impacto que tendría en la ciencia económica, ni la fuerte polémica que generaría luego entre las escuelas de Economía y de Negocios. El teorema MM se refería -como se desprende del título mismo del primer trabajo, “El costo del capital, las Finanzas Corporativas y la teoría de la inversión”- al presupuesto de capital, un área en la que todavía quedaba mucho por investigar en aquella época. El objetivo era obtener la tasa de corte adecuada para las inversiones cuando la compañía estaba en condiciones de financiar un proyecto con deuda o acciones, o con una combinación de ambas. Sin embargo, el artículo se hizo famoso por plantear que en mercados de capitales que funcionaran eficientemente era irrelevante la combinación entre deuda y acciones en la estructura de capital. Tanto en las escuelas de Economía como en las escuelas de negocios, las tensiones se hicieron evidentes desde un principio. En las primeras, por la dificultad para testear las proposiciones de MM; mientras que en las escuelas de negocios, por la incomodidad que generaba en los

¹⁶ Teoría de la estructura de Capital en Finanzas Corporativas, Un enfoque Latinoamericano, 2ª Edición, Buenos Aires; Dumrauf, Guillermo.

profesores de Finanzas tener que explicar a sus alumnos que la estructura de capital era irrelevante, cuando hasta ese momento habían estado entrenándolos en el arte de elegir una estructura óptima de capital.

Para entender claramente la teoría de MM es preciso comprender los supuestos en que se basa. Los enunciamos a continuación:

- 1) Los mercados de capitales son perfectos. No hay costos de transacción ni para los individuos ni para las compañías. Los inversores tienen conducta racional y pretenderán maximizar su riqueza.
- 2) Los beneficios futuros (el resultado operativo o de explotación) de la empresa vienen representados por una variable aleatoria subjetiva. Se asume que todos los individuos coinciden en cuanto a los rendimientos esperados.
- 3) Las empresas se pueden agrupar en clases de riesgo equivalente, de tal forma que el rendimiento de las acciones de una empresa en una clase dada es proporcional al (y por lo tanto, perfectamente correlacionada) rendimiento de las acciones de cualquier otra empresa en la misma clase.
- 4) Toda la deuda es libre de riesgo, de forma que la tasa de interés de la deuda es una tasa libre de riesgo. Tanto las compañías como los individuos pueden endeudarse a dicha tasa.
- 5) No hay impuestos corporativos, ni impuestos personales, ni costos de quiebra.

Podemos realizar algunas aclaraciones útiles con respecto a estos supuestos. En el caso de los beneficios futuros, éstos aparecen representados por el resultado operativo antes de intereses e impuestos (UAI); adicionalmente, MM asumieron que los flujos de efectivo de las firmas eran una perpetuidad. Esto implica que las compañías y los individuos emitían deuda a perpetuidad, y también que todos los beneficios eran distribuidos como dividendos y, por lo tanto, el crecimiento era igual a cero, ya que la firma no reinvertía en sí misma. Esto implicaba a la vez que la

UAII era constante todo el tiempo, aunque lo que se verificase en la realidad pudiera variar en torno a la UAII esperada.

El supuesto de MM nos quiere decir que el precio de una unidad monetaria de rendimiento esperado tiene que ser el mismo para todas las acciones de una misma clase y el precio de las acciones solamente difiere por un “factor de escala”. O, lo que es equivalente, el precio de cada acción debe ser proporcional al rendimiento esperado. El factor de proporcionalidad, que es igual al valor de la unidad monetaria del resultado operativo de una firma en la clase k , es $1/K_A$. Por lo tanto, una compañía A, cuyo resultado operativo es de S/. 1, y cuyo rendimiento esperado es $K_A = 10\%$ tendrá un valor de

$$\frac{1}{0.10} = 10$$

Y una compañía B, en la misma clase que A, pero con un resultado operativo de S/. 10, tendrá un valor de:

$$\frac{10}{0.10} = 100$$

El valor de B es diez veces mayor que el de A, pues su resultado operativo también es diez veces mayor, pero una unidad monetaria del resultado operativo de cualquiera de las dos compañías tiene el mismo valor.

A continuación, se describen las tres proposiciones que componen la teoría original, aunque ésta sufre más tarde, en el año 1963, una importante modificación. La corriente de ingresos se supone perpetua y su valor principal es el resultado operativo promedio, sujeto a una distribución de probabilidad subjetiva.

Proposición I: El Valor de la Firma

El valor de mercado de cualquier firma es independiente de su estructura de capital y viene dado por el resultado operativo descontado a una tasa para una firma no endeudada,

correspondiente a una determinada clase de riesgo:

$$V = A + D = (2.5)$$

Aquí, A y D reflejan los valores de mercado de las acciones y de la deuda, respectivamente, y k_0 la tasa de rendimiento que se le exige a una firma no endeudada.

Es importante notar que la proposición I es simplemente el valor de una perpetuidad. Esta ecuación es más vieja que la tesis de MM, pero lo que la teoría distingue es que todas las firmas incluidas en una clase de riesgo deben tener el mismo valor (excepto por diferencias de escala). Note también que si no hay deuda, la UAII es igual a la UAI. Y si no hay impuestos de sociedades, entonces la UAI es igual a la utilidad neta. Y si no hay crecimiento, la utilidad neta es igual a los dividendos. Por lo tanto, para MM, en su primera idea, UAII = UAI = utilidad neta = dividendos. Por lo tanto, el valor de la firma podía calcularse a partir de la perpetuidad UAII/ k_0 , ya que bajo los supuestos mencionados, la UAII resulta exactamente igual al flujo de efectivo. La Proposición I también puede expresarse en términos del costo de capital de la firma:

$$k_0 = (2.6)$$

Como puede observarse a partir de esta última expresión, el costo promedio del capital para cualquier firma es independiente de su estructura de capital y resulta igual a la tasa de descuento de una corriente de renta de su clase. (Se observará que no aparece el ratio de endeudamiento en ninguna de las fórmulas para determinar el valor de la empresa y el costo de capital). Según MM, estas relaciones deben verificarse necesariamente, ya que de no ser así, el arbitraje comenzaría a funcionar hasta que se restaurase el equilibrio, caería el valor de las acciones

sobrevaloradas y aumentaría el valor de las acciones infravaloradas, hasta que sus precios se igualaran. En un mercado de capitales eficiente, dos inversiones que generan el mismo rendimiento deben tener el mismo precio; caso contrario, la oportunidad de un arbitraje provechoso restauraría el equilibrio.

Ejemplo: Supongamos dos compañías “X” y “Y”, que tienen el mismo resultado de operación y son idénticas excepto por su estructura de capital: “X” se financia enteramente con acciones y “Y” usa una mezcla de deuda y acciones 50/50. La deuda tiene una tasa $k_D = 10\%$ y el rendimiento exigido por los accionistas es de 20% en el caso de la firma “X”. En el caso de la firma “Y”, los inversores en acciones perciben un riesgo mayor debido al endeudamiento; supondremos por un momento que para compensarlo demandan un rendimiento de 24%, como se muestra en la tabla siguiente.

Si calculamos el valor de la corriente de intereses con una tasa de 10% obtenemos un valor de mercado de S/. 50 para la deuda. Haciendo lo mismo con los resultados antes de impuestos con las respectivas tasas de 20% y de 24%, obtenemos el valor de mercado de las acciones para cada una de las firmas ($A_X = 20/0,20 = 100$ y $A_Y = 15/0,24 = 62,5$). Finalmente, sumando $D + A$ obtenemos el valor de mercado de los activos.

Tabla 2.2 Valor de mercado y costo de capital de las compañías “X” y “Y”.

	X	Y
UAII	20	20
Intereses		-5
UAI	20	15
D	0	50
A	100	62.5
V=D+A	100	112.5
KCPPC (UAII/V)	20%	17.77%
D/A	0%	80%

Observe que el costo de capital total para la firma “Y” es menor que el de la firma “X” (17,77% versus 20%). Esto se debe a que los inversores están dispuestos a pagar S/. 100 por la totalidad de las acciones de la firma “X” para obtener una renta de S/. 20 mientras que en la firma B pagan S/. 62,5 para obtener una renta de S/. 15. Observe también que la relación de endeudamiento D/A es de 80% en la firma “Y” (50/62,5).

De darse esta situación, el valor total de mercado de la firma “Y” sería mayor que el de la firma “X” (S/. 112,5 versus S/. 100). Pero MM argumentaron que esta situación no podría mantenerse y daría lugar a un proceso de arbitraje que describimos a continuación.

Ilustración del proceso de arbitraje. Supongamos que un inversor posee acciones de la empresa “Y” por valor de S/. 10; está obteniendo un rendimiento de 24%, o sea S/. 2,4. La empresa “Y” tiene un valor mayor, por lo tanto un costo de capital menor (17,77% de “Y” versus 20% de “X”) y proporciona un mayor rendimiento para el capital propio. ¿Por qué, entonces, nuestro inversor podría tener interés en comprar acciones de la empresa “X”?

Merton y Miller afirmaron que las empresas endeudadas no

pueden pedir un “premio” en forma de un sobreprecio sobre las empresas no endeudadas o menos endeudadas, simplemente porque el inversor podría endeudarse por su cuenta y poner directamente en su portafolio un ratio equivalente de endeudamiento, reproduciendo exactamente la estructura de capital de la empresa endeudada.

Nuestro inversor, actuando racionalmente, juzga conveniente una estrategia óptima que consiste en vender sus acciones de la empresa “Y”, endeudarse en S/. 8 a 10% y con ese dinero comprar acciones de la empresa “X”. De esta forma juntaría S/. 18 (S/: 10 de capital propio y S/. 8 que pide prestado, prendando sus acciones de A como garantía), reproduciendo la relación de endeudamiento de la empresa “X” (80 %). Evaluemos el resultado de la inversión:

Renta de S/. 18 invertidos a 20%	3.60
(-)Intereses: S/. 8 a 10%	-0.8
Resultado Final	2.80

De esta forma obtiene un rendimiento del 28% (2.8/10). Como es mayor que el rendimiento que se obtiene en “Y”, la acción de un cierto número de inversores racionales, actuando de la misma forma, hará que suba el precio de las acciones de la firma “X” y que baje el precio de las de “Y” (bajando así el costo de capital de “X” y aumentando el de “Y”). El proceso de arbitraje continuaría hasta que el valor de las dos compañías se igualase y $K_{cpcx} = K_{cpcy}$. En un mercado de capitales eficiente, dos inversiones que generan el mismo rendimiento deben tener el mismo valor. De esta cadena de razonamientos, MM derivaron una segunda proposición, en total consonancia con la primera.

Proposición II: El Rendimiento requerido de los Tenedores de Capital Accionario aumenta con el Apalancamiento.

Debido a que el capital apalancado implica un riesgo mayor, como compensación debería ofrecer un rendimiento esperado más alto. Este tipo de razonamiento permite desarrollar la proposición II de MM. En este caso, MM argumentan que el rendimiento esperado del capital está positivamente relacionado con el apalancamiento porque el riesgo de sus tenedores de capital aumenta con el apalancamiento. Para desarrollar esta idea tomemos en cuenta que el costo promedio ponderado de capital (K_{CPPC}) se puede escribir como:

$$K_{CPPC} = \frac{A}{D+A} \times K_A + \frac{D}{D+A} \times K_D \quad (2.7)$$

Donde:

- K_D : costo de la deuda
- K_A : Rendimiento esperado del capital contable o de las acciones, que también se denomina costo del capital accionario o rendimiento requerido del capital accionario.
- K_{CPPC} : Costo Promedio Ponderado de Capital de la empresa.
- D : Valor de las deudas de la empresa.
- A : Valor del capital contable o de las acciones de la empresa.

La ecuación anterior es sumamente intuitiva. Simplemente afirma que el costo promedio ponderado de capital de una empresa es un promedio ponderado de sus costos de deudas y de su costo de capital accionario. El peso que se aplica a la deuda es la proporción de deudas en la estructura de capital, y el peso del capital accionario es la proporción del capital contable en la estructura de capital.

Una implicación de la proposición I de MM es que el K_{CPPC} es

constante en una empresa determinada, independientemente de la estructura de capital. El K_{CPPC} es igual con o sin apalancamiento.

Ahora toca definir a K_0 como el costo del capital de una empresa totalmente financiada con capital accionario.

$$K_0 = \frac{\text{Utilidades esperadas de la empresa no apalanc}}{\text{Capital accionario no apalancado}} \quad (2.8)$$

De hecho, el K_{CPPC} siempre debe ser igual a K_0 en un mundo sin impuestos corporativos.

La proposición II establece el rendimiento esperado del capital accionario, K_A , en términos del apalancamiento. La relación exacta, la cual se deriva estableciendo $K_{CPPC} = K_0$ y posteriormente reacomodando la ecuación del CPPC, es:

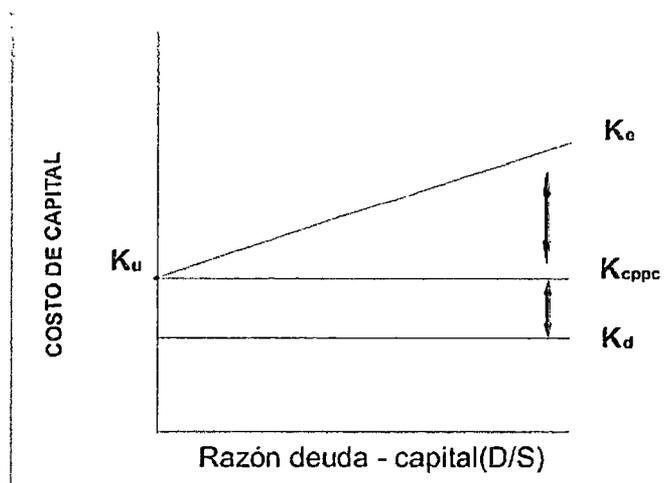
$$K_A = K_0 + \frac{D}{A} (K_0 - K_D) \quad (2.9)$$

La ecuación anterior implica que el rendimiento requerido de capital accionario es una función lineal de la razón de Deuda-Capital de la empresa. Al examinar dicha ecuación, se observa que si K_0 es mayor que el costo de las deudas, K_D , el costo del capital accionario aumenta con los incrementos en la razón Deuda-Capital, D/A . Normalmente, K_0 debería exceder al K_D . Es decir, debido a que incluso el capital accionario no apalancado es riesgoso, debería tener un rendimiento esperado más grande que el de una deuda libre de riesgo.

La figura 2.3 presenta en forma gráfica la ecuación anterior. Como puede verse, se presenta en forma gráfica la relación entre el costo del capital accionario, K_A , y la razón de Deuda-Capital, D/A , como una línea recta. Lo que indica e ilustra dicha figura es el efecto del apalancamiento sobre el costo del capital accionario. A medida que la empresa aumenta la razón Deuda-Capital, cada

nuevo sol de capital accionario se apalanca con deudas adicionales. Esto aumenta el riesgo del capital accionario y por lo tanto el rendimiento requerido, K_A , del capital accionario.

Figura2.3. La razón deuda/capital y el costo de capital.



Dicha figura muestra también que el K_{CPPC} no se ve afectado por el apalancamiento, un punto que ya se ha establecido.

La proposición II constituyó, para la teoría de las Finanzas, la primera aproximación científica para la determinación del rendimiento esperado de las acciones de una compañía endeudada. En otras palabras, el rendimiento exigido por el accionista se incrementa en proporción al ratio de endeudamiento, calculado éste como la razón Deuda/Capital Propio a valores de mercado. Es decir: a mayor endeudamiento, mayor riesgo financiero: entonces el inversor en acciones demanda más rendimiento.

Así, si el resultado operativo de una firma aumenta o disminuye en 50%, luego la variación porcentual del resultado después de impuestos es mayor a 50%.

Cuando existe el compromiso de pagos fijos de intereses, la

variación en el resultado operativo siempre origina una variación porcentual mayor en el resultado neto. En consecuencia, los inversores que compren acciones de una empresa endeudada demandarán rendimientos más altos para compensar el riesgo adicional que implica la mayor dispersión en los retornos. Recuerde que cuando la firma se financia totalmente con acciones, si bien los accionistas cargan con todo el riesgo del negocio, no existe el riesgo financiero.

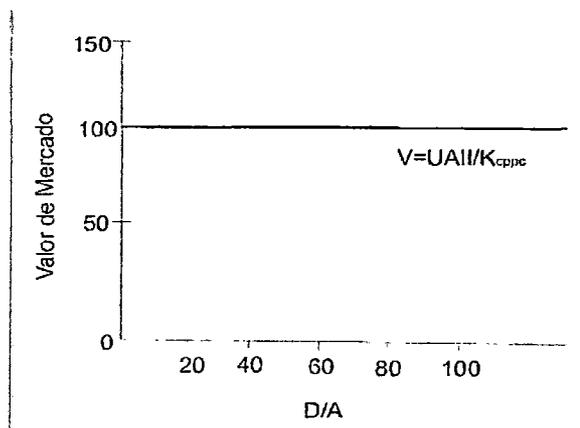
Volviendo ahora al análisis del valor de las acciones, si éste no debe modificarse por el endeudamiento, el reemplazo de acciones por deuda solamente reduciría el valor de las acciones por la misma cantidad (S/.50) y el valor de las acciones de la firma “Y” sería, de acuerdo con el costo de capital, determinado por la proposición II:

$$K_A = 0.20 + (0.20-0.10)50/50 = 0.30$$

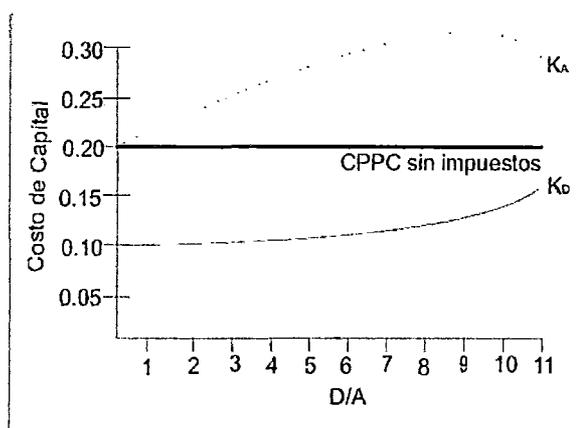
Entonces

$$E = \frac{15}{0.30} = 50$$

Si los inversores exigieran un rendimiento de 30% a las acciones de “Y”, éste sería de S/. 50, que, sumado al valor de la deuda, daría el mismo valor que el de la firma “X” ($V = D + A = S/. 50 + S/. 50 = S/. 100$). Ahora podemos resumir las proposiciones I y II con las figuras 2.4 y 2.5.



**Proposición I.
Valor de Mercado.**



**Proposición II.
Costo del capital**

Obsérvese en la figura 2.4 de la proposición I, cómo permanecen constantes el costo total del capital K_0 y el valor de la firma. Esto fue demostrado a partir de la posibilidad de arbitraje. Cuando pensamos en el costo total del capital, parecería que si la compañía se endeuda a 10%, que es un costo menor al de financiarse con acciones, el costo total debería disminuir. Pero la proposición II nos señala que los ahorros que podamos obtener por el lado de la deuda se compensan exactamente cuando el rendimiento exigido a las acciones K_A aumenta a 30% para compensar el mayor riesgo financiero, anulando las economías que produciría utilizar una mayor cantidad de deuda “barata”. En realidad, el costo de capital total de la firma a la que ellos aludieron en su artículo pionero es el costo promedio ponderado

del capital sin el ajuste por impuestos.

$$\begin{aligned} CPPC \text{ sin impuestos} &= K_A \frac{A}{A+D} + K_D \frac{D}{A+D} \\ &= 0.3 \frac{50}{100} + 0.1 \frac{50}{100} = 0.20 \end{aligned}$$

El mensaje de MM era que no valía la pena buscar una combinación entre deuda y acciones que redujera el costo de capital, sencillamente porque un mayor uso de la deuda (y menor uso de acciones) sería seguido de un incremento en el rendimiento esperado de las acciones y permanecerían constantes tanto el costo del capital total como el valor de la compañía. Cuando observamos la ecuación de la proposición II parecería que el costo de la deuda permanece constante. Sin embargo, en esa ecuación nada dice que esto sea lo que ocurre efectivamente. De hecho, el costo de la deuda puede aumentar y aun así el costo promedio ponderado puede permanecer sin cambios. Esto puede entenderse si se asume que el riesgo de los activos permanece constante para cualquier nivel de endeudamiento. Cuando los obligacionistas demandan mayores rendimientos (tomando una mayor porción del riesgo a cambio) se reducen los rendimientos esperados por los accionistas, que reducen su riesgo en la misma cuantía en que aumenta el de los obligacionistas.

$$K_A = K_D + (K_D - K_D) \frac{D}{A}$$

Para niveles elevados de endeudamiento podría producirse una transferencia de riesgos entre obligacionistas y accionistas, así K_D empezaría a aumentar a la par que se reduciría K_A . Por supuesto, siempre que no existieran costos de quiebra y el riesgo de los activos permaneciera constante, que es lo que se desprende de la fundamental proposición I. Concretamente, MM sostuvieron que la parte descendente de la curva K_A quizá requiera algunos

comentarios, ya que es difícil imaginar cómo los inversores, como otros individuos a los que le gusta la lotería, comprarían acciones en ese rango de endeudamiento. Recuerde, sin embargo, que la curva de rendimientos de la proposición II es una consecuencia de la proposición I.

Es cierto que existen argumentos que sostienen que el mercado de capitales no funciona perfectamente todo el tiempo, pero la tesis MM, y en particular la proposición II, sirvió para sepultar aquella visión ingenua que pensaba que el apalancamiento de los rendimientos mediante la utilización de deuda era algo así como “un almuerzo gratis” y no había que pagar una compensación por el mayor riesgo financiero.

En realidad, la proposición II se deriva de la proposición I si tenemos en cuenta que el costo de capital propio puede expresarse como el resultado después de intereses pero antes de impuestos, dividido por el valor de mercado de las acciones:

$$K_A = \frac{UAI - \text{Intereses}}{A} = \frac{UAI}{A} \quad (2.10)$$

Y, como sabemos que el resultado de operación puede expresarse como el costo de capital multiplicado por el valor de la compañía,

$$UAI = K_0 V = K_0 (A + D)$$

Sustituyendo esta última expresión en la de K_A y simplificando, vuelve a obtenerse la expresión de la proposición II:

$$K_A = \frac{K_0(A + D) - K_D D}{A} = K_0 + K_0 \frac{D}{A} - K_D \frac{D}{A} = K_0 + (K_0 - K_D) \frac{D}{A}$$

Los argumentos esgrimidos en defensa de las proposiciones I y II descansan meramente sobre el hecho de que una mercancía dada no puede venderse a más de un precio en el mercado. Parece un

argumento convincente, de la misma forma que también parece un argumento con sentido común que si los activos son los que tienen la capacidad para generar los rendimientos, entonces el valor de la compañía debe estar dado por el valor de los activos. De esto se sigue que la división no produce valor: ¿por qué hemos de pagar más por los mismos activos si cuando se modifica la estructura de capital lo único que cambia es la naturaleza de los derechos sobre éstos? Una anécdota muy interesante acerca de la división de valor fue la que contó Merton Miller en un programa de televisión, cuando, convidado por el conductor para explicar la teoría MM, refirió una anécdota en la que el mozo de un restaurant le preguntaba a un jugador de fútbol: “Yogi, como quieres que te corte la pizza, ¿en cuartos?” a lo que Yogi respondía, “No, córtala en octavos, tengo mucha hambre esta noche”. Según Merton Miller, cada vez que contaba esta historia la reacción usual era: “¿Y usted me dice que le dieron el premio Nobel por esto?”

A continuación, describiremos la última proposición de MM, que no ha sido prácticamente recogida en los textos de Finanzas y que para la época constituyó una conclusión muy sugerente para las decisiones de inversión.

Proposición III: Regla para las Decisiones de Inversión.

Una firma de la clase k , actuando en beneficio de los accionistas, en el momento de decidir una inversión, explotará solo aquellas oportunidades cuya tasa de retorno supera el costo de capital total de la empresa.

Parece una conclusión obvia, ¿no? Sin embargo, muchas veces esta regla es olvidada, o más bien distorsionada, en el proceso de presupuesto de capital. Es bastante claro que la compañía debería rechazar un proyecto cuando su rendimiento no supere el costo de

capital. Pero veamos cómo razonaron MM en aquel momento.

Para MM el costo de capital no se veía afectado por la estructura de capital. Entonces, el costo marginal del capital de la firma es igual al costo de capital promedio, que es igual a K_0 , la tasa de capitalización para firmas no apalancadas de la clase a la cual la firma pertenece.

Ejemplo: imaginemos una determinada firma cuyo resultado operativo $UAII = S/. 100$ y su costo de capital total es $K_0 = 10\%$. Se financia enteramente con acciones, $A = S/. 1,000$, y no tiene deudas (por lo tanto el valor de la compañía coincide con el valor de las acciones en el momento cero):

$$V_0 = A_0 = 1,000$$

Pero, de pronto, la firma descubre una oportunidad que demanda una inversión de $S/. 100$ con una TIR de 8% y que puede ser totalmente financiada con deuda a una tasa K_D de 4%. La TIR es inferior al costo de capital de la firma, pero, sin embargo, la compañía considera que el proyecto debe llevarse adelante, ya que no puede desperdiciarse ese regalo que es la tasa de 4%, algo así como un “subsidio” que no puede dejar de aprovecharse.

El estado de resultados de la compañía sería, antes y después del endeudamiento, el que se muestra en la tabla siguiente.

	Sin Proyecto	Con Proyecto
UAII	100	108
Intereses	0	4
UAI	100	104

El resultado después de intereses y antes de impuestos aumenta de $S/. 100$ a $S/.104$. Por eso, algunos consideran que el proyecto debe realizarse. Se olvidan de que destruyen valor, como demostraremos a continuación. Luego de realizar el proyecto,

financiándolo totalmente con deuda, el valor total de la compañía sería:

$$V_1 = \frac{UAI + TIR \times I}{K_{CPPC}} = \frac{100 + 0.08 \times 100}{0.10} = 1,080$$

$$V_1 = V_0 + \frac{TIR \times I}{K_{CPPC}} = 1,000 + \frac{0.08 \times 100}{0.10} = 1,080$$

El valor de la compañía ha aumentado como un todo, ya que hemos incorporado un nuevo activo, pero, ¿qué ocurrió con el valor de las acciones?

Luego del endeudamiento, la empresa vale S/. 1.080, pero si restamos la nueva deuda de S/. 100, entonces el valor de las acciones es:

$$A_1 = V_1 - D_1 = 1080 - 100 = 980$$

El valor de las acciones ha disminuido! Las aparentes ganancias que a primera vista proporcionaba la deuda barata, se compensan cuando el mercado demanda mayores rendimientos sobre las acciones, en función del mayor riesgo financiero (como indicaba la proposición II). La proposición III de MM encerraba otra conclusión sorprendente: el costo de la deuda no influye en el valor de la firma. En congruencia con las dos proposiciones anteriores, la estructura de capital vuelve a ser irrelevante. La implicación de la proposición III es seguramente una de las más importantes en la teoría financiera, aunque directivos y académicos reaccionen con sorpresa. ¿Por qué al financiar una inversión con un costo menor a su rendimiento disminuye el valor de la riqueza del accionista? La razón es que los inversores demandan mayores rendimientos para compensar el mayor riesgo financiero. Observemos cómo queda K_A según la proposición II:

$$K_A = K_0 + (K_0 - K_D) \frac{D}{A} = 0.10 + (0.10 - 0.04) \frac{100}{980} = 0.1061$$

Luego, descontando el resultado neto (108 - 4 = S/. 104) con 10,61% obtenemos el nuevo valor para las acciones:

$$A = \frac{UAI}{K_A} = \frac{104}{0.106} = 980$$

El aparente subsidio de la deuda a 4% para financiar una inversión que rinde 8% no compensa el mayor descuento que ejerce el mercado sobre el precio de las acciones. Al existir deuda, el riesgo financiero es mayor y el mercado exige 10,61%, por lo tanto, sólo pagará S/. 980 por las acciones.

Si la compañía tuviera que evaluar un proyecto con un riesgo diferente al de la compañía misma, éste debería ser evaluado con el costo marginal correspondiente. Aquí debemos hacer una acotación importante: en la proposición III, K_0 es el costo marginal.

2.3.1.5. El Efecto de los Impuestos.¹⁷

En el modelo anterior se había supuesto la eficiencia en el mercado de capitales, lo que implicaba suponer la no existencia de una serie de imperfecciones como son: los impuestos, la asimetría en la información y los costes de transacción.

Efectivamente, los beneficios de las empresas están sometidos a la disciplina fiscal, lo que implica que se consideran como gasto fiscal los intereses que la compañía paga por su endeudamiento (siempre, claro está, que ella tenga beneficios, pues si no fuese así no habría ninguna deducción fiscal por dicho motivo). La consideración del efecto de los impuestos es en sí la constatación de una ineficiencia del mercado que viene dada por que el Estado se inmiscuye en el libre juego de aquél y, como toda ineficiencia, puede proporcionar la oportunidad de beneficiarse de ella. Si esto

¹⁷ La estructura de capital óptima, Universidad Complutense de Madrid; Mascareñas Juan.

fuera así habríamos encontrado una estructura de capital óptima. A este enfoque se le denomina la visión fiscal de la estructura del capital.

Percepción Básica.¹⁸

Anteriormente se demostró que el valor de la empresa no está relacionado con las deudas en un mundo sin impuestos. Ahora se demostrará que en presencia de impuestos corporativos, el valor de la empresa está positivamente relacionado con su deuda. La intuición básica se puede ver a partir de una gráfica de pastel, como la que se presenta en la figura 2.6.

Considere la empresa totalmente financiada con capital accionario que se presenta en la izquierda. En este caso, tanto los tenedores de capital accionario como el fisco tienen derechos sobre la empresa. El valor de la empresa totalmente financiada con capital accionario es, desde luego, aquella parte del pastel que es propiedad de los tenedores del capital accionario. La proporción que se destina a los impuestos es simplemente un costo.

El pastel que se presenta del lado derecho de la empresa apalancada muestra 3 tenedores de derechos: los tenedores de capital accionario, los tenedores de deudas y los impuestos. El valor de la empresa apalancada es la suma del valor de las deudas y del capital contable. Cuando se tiene que elegir entre las 2 estructuras de capital del diagrama, los administradores financieros deben seleccionar la que tenga el valor más alto. Suponiendo que el área total es la misma en ambos pasteles, el valor se maximiza en el caso de la estructura de capital que pague la menor cantidad de impuestos. En otras palabras, el administrador debe elegir la estructura de capital que guste menos al fisco.

¹⁸ Finanzas Corporativas 8va Edición Mc Graw Hill. Ross, Westerfield, Jaffe. 2009

Figura 2.6¹⁹



La empresa apalancada paga menos impuestos que la empresa totalmente formada con capital accionario. De este modo, la suma de las deudas más el capital accionario de la empresa apalancada es mayor que el capital accionario de la empresa no apalancada.

Ejemplo: Impuestos y Flujos de Efectivo.²⁰

La empresa San Antonio S.A. tiene una tasa fiscal (Impuesto a la Renta), t_c , de 30% y utilidades esperadas antes de intereses e impuestos (UAI) de S/. 1' 000, 000.00 cada año. La totalidad de sus utilidades después de impuestos se pagan como dividendos.

La empresa debe elegir entre 2 estructuras de capital alternativas: De acuerdo con el plan I, San Antonio S.A. no tendría deudas en su estructura de capital. Bajo el plan II, La empresa tendría 4 millones de soles en deudas, D. El costo de la deuda K_D , es de 10%.

El director financiero de San Antonio S.A. hace los siguientes cálculos:

¹⁹ Finanzas Corporativas 8va Edición Mc Graw Hill. Ross, Westerfield, Jaffe. 2009

²⁰ Finanzas Corporativas 8va Edición Mc Graw Hill. Ross, Westerfield, Jaffe. 2009

	Plan I	Plan II
Utilidades antes de Intereses e Impuestos (UAI)	S/. 1,000,000.00	S/. 1,000,000.00
Intereses (kd*D)	0.00	400,000.00
Utilidades antes de Impuestos (UAI-Kd*D)	1,000,000.00	600,000.00
Impuestos ($t_c=30\%$)	300,000.00	180,000.00
Utilidades después de Impuestos.	700,000.00	420,000.00
Flujo de Efectivo Total para los accionistas y para los acreedores	S/. 700,000.00	S/. 820,000.00

Para nuestro propósito, las cifras más relevantes son las 2 que se presentan en la línea final. Los dividendos, los cuales, en este ejemplo, son iguales a las utilidades después de impuestos, son el flujo de efectivo para los accionistas, mientras que los intereses son el flujo de efectivo para los acreedores. En este caso se puede apreciar que una mayor cantidad de flujo de efectivo llega a los propietarios de la empresa (tanto a los accionistas como a los acreedores) bajo el plan II. La diferencia es de S/. 120 000.00= 820 000.00 – 700 000.00. No lleva mucho tiempo comprender la fuente de esta diferencia. El fisco recibe menos impuestos bajo el plan II (S/. 180 000.00) que bajo el plan I (S/. 300 000.00). En este caso la diferencia es de S/. 120 000.00 = 300 000.00-180 000.00. Esta diferencia ocurre porque la manera en la cual el fisco trata los intereses es diferente de la manera en la que considera las utilidades que van a los accionistas. Los intereses escapan de manera total de los gravámenes, mientras que las utilidades después de intereses pero antes de impuestos se gravan a una tasa de 30%

Volvamos al caso de la empresa Milusa y observemos la tabla siguiente que aparece a continuación donde se refleja la estructura de los beneficios antes y después de la reestructuración financiera acometida:

	Empresa no Apalancada	Empresa Apalancada
Utilidades antes de Intereses e Impuestos (UAI)	3,000,000.00	3,000,000.00
Intereses 12%	0.00	960,000.00
Utilidades antes de Impuestos (UAI-Kd*D)	3,000,000.00	2,040,000.00
Impuestos 30%	900,000.00	612,000.00
Utilidades después de Impuestos.	2,100,000.00	1,428,000.00

Si observamos detenidamente la tabla veremos que si no hubiese impuestos el grupo formado por accionistas más obligacionistas recibirían en ambos casos un total de tres millones de nuevos soles. Pero, al considerar el efecto del pago de impuestos, ya no reciben la misma cantidad sea cual sea la estructura del capital, pues en el primer caso reciben 2,1 millones, mientras que en el segundo 2,388 millones de nuevos soles (0,96 + 1,428). Esta diferencia de 288 000 nuevos soles entre las dos estructuras se denomina desgravación fiscal (taxshield, en inglés) de los intereses, que se puede calcular a través de la siguiente ecuación (donde t indica el tipo impositivo marginal de la empresa).

$$\text{Desgravación fiscal} = K_D \times D \times t_c = 0.12 \times 8'000,000 \times 0.30 = S/.288, 000$$

Entonces se puede pensar que la desgravación fiscal tiene un valor de mercado que afecta a la estructura del capital de la empresa aumentando el valor de ésta. En cuyo caso el apalancamiento financiero afectará al valor de la empresa y al coste del capital medio ponderado. De hecho, según este punto de vista fiscal el valor de la empresa apalancada será igual al valor de la empresa no apalancada (V_U) más el producto de multiplicar el tipo impositivo sobre la renta de las sociedades (t_c) por el valor de la deuda (D):

$$V_L = \frac{UAI \times (1 - t_c)}{K_u} + \frac{t_c K_d D}{K_d} = V_u + \dots \quad (2.11)$$

donde el primer sumando indica el valor de la empresa no apalancada (financiada totalmente por acciones ordinarias), que como vemos se calcula en función del beneficio antes de intereses después de impuestos (esto es un eufemismo, porque al no haber deudas no hay intereses, con lo que es en realidad el beneficio operativo después de impuestos, pero dicho eufemismo es muy útil cuando la empresa está endeudada) y del coste del capital medio ponderado (que coincidirá con el coste de las acciones ordinarias). El segundo sumando muestra la capitalización de la desgravación fiscal, suponiendo que ésta se mantiene constante hasta el infinito (se descuenta al tipo K_D porque se supone que es el rendimiento acorde al riesgo de la deuda).

Si aplicamos la ecuación anterior a nuestro ejemplo obtendremos un valor de Milusa igual a:

$$V_L = \frac{2'100,000}{0.15} + \frac{0.30 \times 8'000,000 \times 0.12}{0.12} \\ = 14'000,000 + 2'400,000 = 16'400,000$$

Con este dato podemos saber que al ser el valor de la deuda (D) igual a S/.8.000.000, el valor de mercado de las acciones (A) será de S/.8'400,000. De momento tenemos que el efecto fiscal ha hecho aumentar el valor de la empresa desde 14 millones de nuevos soles (cuando carece de deudas) hasta 16.4 millones debido al endeudamiento.

Por otro lado, observe que el 15% es el coste medio ponderado de Milusa cuando carece de endeudamiento, pero ahora está endeudada así que ¿cuál será su nuevo coste medio ponderado del capital?; o dicho de otra forma, ¿cuál sería el coste del capital de una empresa no endeudada que tuviese un valor de 16.4 millones de nuevos soles y cuyo beneficio antes de intereses pero después de impuestos fuese de S/.2'100,000?:

$$K_{CPPC} = \frac{UAI(1 - t_c)}{V_L} = \frac{2'100,000}{16'400,000} = 12.8\%$$

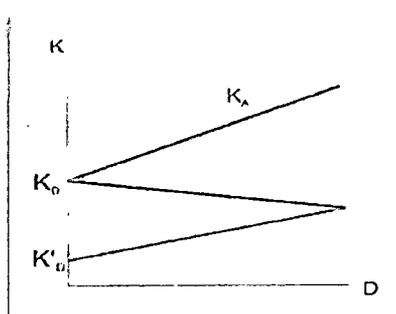
Lo que es lógico habida cuenta de que si el efecto fiscal incrementa el valor de la empresa, a cambio, reduce el coste medio ponderado de su capital (ver figura 2.7, en la que se ha supuesto que el coste de los accionistas aumenta con el apalancamiento para reflejar el mayor riesgo financiero). Ya que disponemos del nuevo K_{CPPC} podemos calcular cuál es el nuevo coste de las acciones (k_A), sin más que despejar en la expresión siguiente:

$$0.128 = K_A \frac{8'400,000}{16'400,000} + 0.12 \times (1 - 0.30) \frac{8'000,000}{16'400,000}$$

Donde obtendremos un valor de $k_A = 17\%$. Cifra que también podríamos haber calculado dividiendo el beneficio después de impuestos S/.1'428,000 entre el valor de las acciones ordinarias S/.8'400,000. Obsérvese que se puede expresar ahora de la siguiente manera $K_D (1-t_c) = K'_D$:

$$k_{CPPC} = K'_D \frac{D}{V} + K_A \frac{A}{V} = K'_D L + K_A (1 - L)$$

Figura 2.7



Si la única imperfección de los mercados de capitales fuese la asimetría fiscal se podría pensar que aumentando indefinidamente el endeudamiento se aumentaría sin parar el valor de la empresa. Claro está que esto no es así porque hay otros tipos de imperfecciones, que analizaremos a continuación, que limitan el tamaño del endeudamiento.

2.3.1.6. El Efecto de los Costes de Agencia.²¹

Los conflictos de intereses entre accionistas, obligacionistas y directivos dan lugar al análisis de la estructura del capital a través de los costes de agencia. Según este punto de vista, las imperfecciones del mercado resultantes de dichos costes dan lugar a que la composición de la estructura de capital incida en el valor de la empresa, por lo que existirá una combinación óptima de dicha estructura que minimice los costes de agencia y maximice el valor de la compañía.

Uno de los conflictos que pueden surgir entre los accionistas y los obligacionistas estriba en el problema de la sustitución de activos por el que se produce una transferencia de riqueza de los obligacionistas hacia los accionistas. Dicho conflicto surge cuando la empresa decide invertir el dinero proveniente de los recursos ajenos en activos más arriesgados que los que posee actualmente, lo que hace aumentar el rendimiento mínimo requerido de los recursos ajenos y, consecuentemente, hace caer su valor de mercado. Otro conflicto puede surgir cuando se aumenta el grado de endeudamiento de la empresa lo que perjudica a los acreedores más antiguos (problema de dilución de derechos).

Para explicar ambos problemas, supongamos que una empresa que carece de deudas y que tiene unos fondos propios de cuatro millones de nuevos soles, decide emitir un millón de nuevos soles en obligaciones. Dicha deuda está asegurada por los activos fijos de la compañía y debido a esto y al bajo coeficiente de endeudamiento (un 20%) se puede considerar de bajo riesgo por lo que se paga un interés del 8%. Posteriormente, la empresa acomete una segunda emisión de deuda cifrada en 3 millones de nuevos soles que también asegura con sus activos fijos. Al aumentar el riesgo financiero de los acreedores se ve obligada a pagar un 10% de interés para que la emisión sea aceptada por el

²¹ La estructura de capital óptima, Universidad complutense de Madrid; Mascareñas Juan.

mercado. Con objeto de ganar más, la empresa vende sus activos que tenían un bajo riesgo económico y adquiere otros con un mayor riesgo que le permite esperar unos mayores rendimientos.

De lo anterior podemos deducir varias cosas. En primer lugar, al realizarse la segunda emisión de deuda el valor de mercado de las obligaciones de la primera emisión descenderá puesto que el riesgo financiero habrá aumentado. Es decir, hay un mayor riesgo y se sigue cobrando lo mismo (un 8%), por lo tanto, se producirá un descenso del valor de los títulos para adaptarse a un rendimiento del 10%, descenso que no gustará nada a los propietarios de dichos títulos. Segundo, cuando la empresa reestructura sus activos aumenta el riesgo económico y financiero de la misma, con lo que se producirá un descenso del valor de todas las obligaciones emitidas para adaptarse al nuevo riesgo con el consiguiente nuevo enfado de los obligacionistas. Si las cosas fuesen mal, la mayoría de las pérdidas de una empresa altamente endeudada recaería sobre los obligacionistas, mientras que si fuesen bien las ganancias irían a parar a los accionistas.

Existen más conflictos de agencia entre acreedores y accionistas que afectan a la estructura de capital de la compañía como pueden ser el problema de la subinversión y el de los activos únicos.

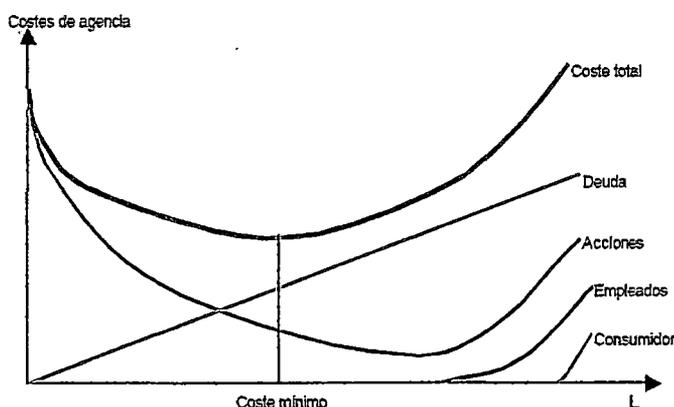
Con objeto de limitar al máximo los problemas anteriores, los obligacionistas suelen suscribir unas cláusulas de protección a la hora de adquirir las obligaciones, cláusulas que restringen el margen de maniobra de las decisiones empresariales, sobre todo de aquéllas que puedan perjudicarles y que beneficien a los accionistas. Otras veces exigirán un menor precio por sus obligaciones (o un mayor cupón) para compensar el riesgo potencial de que parte del valor de su inversión se transfiera a los accionistas. Así, cuando una empresa emite nuevos títulos, los costes de agencia serán la suma de los costes de los contratos especiales (cláusulas de protección) más cualquier reducción en el

precio debida a los conflictos potenciales existentes.

Por otra parte, los costes de agencia conectados con los costes laborales serán mayores para las empresas que proporcionan productos o servicios especializados, pues los empleados tendrán unos costes de búsqueda superiores –les costará más el encontrar un nuevo puesto de trabajo- a los de otros trabajadores de compañías de productos o servicios más genéricos. Los mayores costes de agencia resultantes de un mayor apalancamiento implican que el grado de especialización de una empresa afecta a la elección de su estructura de capital (los empleados demandarán más dinero para compensar su mayor riesgo ante un aumento de la deuda empresarial).

La búsqueda del equilibrio entre los costes de agencia de todos los poseedores de derechos sobre la empresa (accionistas, acreedores, empleados, clientes, proveedores,...) lleva a una teoría sobre la estructura de capital óptima que implica la utilización de diversas fuentes financieras con objeto de contrarrestar unos costes de agencia con otros (véase la figura 2.8). Curiosamente, la existencia o inexistencia de impuestos no afecta a la estructura de capital óptima.

Figura 2.8. Variación de los costos de agencia de diversas fuentes financieras



2.3.1.7. El Efecto de los Costes de Insolvencia y de Quiebra.²²

La probabilidad de que la empresa sea incapaz de hacer frente a las obligaciones financieras contraídas por su endeudamiento aumenta cuanto mayor sea el tamaño de éste. Se incurrirá en costes aún mayores si la empresa se declara insolvente e inicia el procedimiento legal de quiebra. Es preciso señalar que la quiebra “*per se*” no es el problema sino los costes que ella conlleva como, por ejemplo:

- a) Las discusiones con, y entre, los acreedores suelen retrasar la liquidación de los activos (a veces varios años), llevando a un deterioro físico, u obsolescencia, de los inventarios y de los activos fijos.
- b) Las minutas de los abogados, costes legales y procesales, y gastos administrativos pueden absorber una gran parte del valor de la empresa. Conjuntamente considerados, los costes de obsolescencia y los legales, se denominan costes directos de la quiebra.
- c) Los directivos y otros empleados suelen perder sus puestos de trabajo cuando se produce una quiebra. Por dicha razón, los directivos de una empresa con problemas de insolvencia pueden tomar decisiones tendentes a mantenerla con vida durante un corto espacio de tiempo, lo que afectará negativamente su valor a largo plazo. Esto se puede conseguir liquidando los activos más valiosos para captar liquidez que, de momento, satisfaga a los acreedores a cambio de reducir peligrosamente el valor de mercado de la compañía. Además, dicho proceso implica que los directivos de la compañía pierdan bastante tiempo preparando largos informes para aquellos directivos y consejeros de la empresa que estén encausados legalmente.
- d) El mero hecho de que se produzca una situación financiera que implique seriamente la posibilidad de una suspensión de pagos puede desencadenar una acción por parte de los acreedores

²² La estructura de capital óptima, Universidad Complutense de Madrid; Mascareñas Juan.

tendente a evitar la misma a través de restringir la actividad normal de la empresa. Así, por ejemplo, los proveedores pueden acabar exigiendo el pago al contado y no a crédito, las inversiones en el activo fijo de la empresa pueden ser suspendidas o interrumpirse el pago de los dividendos. Los clientes pueden dejar de adquirir los productos de la compañía pensando en la posible inexistencia de un futuro servicio post-venta. A este punto y al anterior se les denomina costes indirectos de la insolvencia financiera.

En algún instante el coste esperado de insolvencia puede ser tan grande que supere la ventaja fiscal de la financiación mediante recursos ajenos, momento en el que la empresa optará por utilizar recursos propios para financiarse, al ser el coste real de las deudas superior al de las acciones ordinarias.

En general, podemos decir que cuanto más se endeude la empresa y mayores sean sus costes financieros, mayor será la probabilidad de que un descenso de los beneficios lleve a una insolvencia financiera y, a su vez, mayor será la probabilidad de incurrir en costes de insolvencia.

Si la empresa aumenta su endeudamiento, debe prometer más a los acreedores lo que, a su vez, aumenta la probabilidad de quiebra y el valor de su coste. El resultado es una reducción del valor de mercado de la empresa. Los costes de quiebra los pagan los accionistas, pero los acreedores son conscientes de que los acabarán pagando ellos si dicha eventualidad se produce, por ello piden una compensación por adelantado en forma de mayores tipos de interés o la imposición de cláusulas de protección cuando la empresa no es insolvente. Esto reduce los posibles resultados de los accionistas y el valor de la empresa en el mercado.

2.3.1.8. ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO.

a. FINANCIAMIENTO A CORTO PLAZO. Son todas aquellas obligaciones de la empresa que tienen que ser liquidadas en un plazo menor de 12 meses, entre ellas principalmente tenemos.

- **Proveedores.** Obligaciones contraídas con terceros por la adquisición de activos para el funcionamiento de la actividad principal del negocio.

- **Obligaciones Financieras.** Son aquellas obligaciones con entidades financieras cuyo reembolso debe efectuarse dentro del plazo máximo de 12 meses.

b. FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO. Son todas aquellas obligaciones de la empresa que serán liquidadas en un plazo mayor de 12 meses, entre ellas principalmente tenemos.

- **Proveedores.** Obligaciones contraídas con terceros por la adquisición de activos para el funcionamiento de la actividad principal del negocio.

- **Obligaciones Financieras.** Son aquellas obligaciones con entidades financieras cuyo reembolso debe efectuarse dentro de un plazo mayor a 1 año.

c. PATRIMONIO NETO. Todos aquellos recursos que provienen del aporte de los accionistas, reservas y utilidades retenidas.

- **Capital Social.** Deriva de los aportes de los accionistas hechos en dinero o bienes, está dividido en partes alícuotas denominadas acciones.

- **Reservas.** Son fondos retenidos de las utilidades para hacer frente a posibles contingencias, pueden ser de tipo legal, contractual y otros.

- **Utilidades Retenidas.** La proporción de las utilidades que no fueron distribuidas entre los accionistas con el fin de la reinversión y/o capitalización.

2.3.1.9. FUENTES DE FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL EN EL PERÚ.²³

Toda empresa necesita recursos, unas veces para financiar su capital de trabajo (mano de obra, materia primas, gastos administrativos) otras para financiar sus inversiones (compras de maquinaria, terrenos, inmuebles) e inclusive para pagar deudas.

Para obtenerlos, puede recurrir a varias fuentes, de distinto origen, de distintos plazos y de diferente naturaleza. A continuación se mencionan algunas de estas formas de financiamiento, aunque simplemente a modo de una revisión esquemática.

FORMAS DE CLASIFICACIÓN.

Existen múltiples formas de clasificar al financiamiento. Algunas de las principales son:

- a) Según su procedencia.
- b) Según la intermediación.
- c) Según el plazo.

a) Según su Procedencia.

De acuerdo a su origen, el financiamiento puede ser interno o externo.

Interno. Es el que se obtiene dentro de la misma empresa o de sus accionistas. Puede provenir de caja, de la venta de activos, de las reservas de depreciación, de nuevos aportes de capital o préstamos por parte de los accionistas, de la reinversión de utilidades, etc.

Es el financiamiento más conveniente para cualquier empresa, pues tiene un costo cero, ya que no supone el pago de intereses.

Externo. Es el que se obtiene de fuentes distintas a la empresa, como los bancos o empresas financieras, de operaciones de leasing o factoring, o de la emisión de acciones o bonos.

²³ Maribel Olivera Milla, Alberto Olivera Milla. Manual Financiero, Estudio Caballero Bustamante. 2005, pág. 94-96.

b) Según la Intermediación.

De acuerdo a este criterio, el financiamiento puede ser directo o indirecto.

Directo. Es el que se obtiene directamente de los agentes superavitarios, sin la participación de intermediarios. La forma más importante es la emisión de valores, como acciones o bonos.

Indirecto. Es el que se obtiene a través de intermediarios, como los bancos, empresas financieras y demás entidades del sistema financiero.

c) Según el Plazo.

De acuerdo con este criterio puede ser de corto, mediano o largo plazo.

De Corto Plazo. Es aquel concertado a un plazo hasta de un año.

De Mediano Plazo. Es el de plazo de más de uno y hasta 5 años.

De Largo Plazo. Es el concertado a más de 5 años.

El crédito de corto plazo se destina básicamente a financiar capital de trabajo, en tanto que el de plazos mayores se destina principalmente a financiar la inversión en activos fijos.

En lo que sigue veremos las diversas fuentes de financiamiento atendiendo a este criterio, es decir al plazo de otorgamiento.

FUENTES DE CORTO PLAZO.

Las principales son las siguientes:

a) Crédito de Proveedores. Mediante esta fuente de financiamiento, también conocida como crédito comercial, el proveedor proporciona a su cliente los bienes e insumos que requiere mediante créditos a plazos muy cortos, generalmente de un mes. En períodos de inestabilidad de precios, estos créditos tienden a hacerse más cortos o a fijarse en dólares. En condiciones de fuerte inestabilidad, como los períodos hiperinflacionarios, pueden llegar a desaparecer.

b) Crédito en el Sistema Financiero. Este es obtenible de muy

diversas formas, de una gran variedad de entidades y bajo distintas exigencias. Puede ser mediante créditos respaldados por depósitos previos o alguna garantía. Otro medio muy usual es el pagaré bancario, instrumento negociable que constituye una promesa incondicional de pago en una fecha fija, a una tasa de interés específica. El financiamiento también puede ser obtenido solicitando sobregiros, los que pueden hacerse en forma eventual, con la autorización del banco, o a través de líneas de crédito, cuando existe un contrato autorizando el sobregiro, lo que suele ocurrir exclusivamente con clientes de reconocida solvencia. Mediante estas últimas, el banco otorga una facilidad de acceso permanente a los recursos, hasta por el monto tope fijado.

c) Descuento de Letras o Pagarés. Mediante este mecanismo una empresa puede ceder a un banco o a otra institución financiera las letras o pagarés por cobrar que posee, obteniendo así inmediata liquidez. El costo de esta operación es la tasa de descuento del documento.

d) Factoring. El Factoring es una de las más recientes formas de financiamiento autorizadas, pues se utiliza en el país desde los años 90. Consiste en la venta de facturas conformadas y otros documentos de cobranza a una entidad especializada, a cambio de un descuento, obteniendo liquidez inmediata. Es un mecanismo muy accesible a cualquier empresa y por ello de creciente uso.

e) Papeles Comerciales. Al igual que los bonos, los papeles comerciales pertenecen a la categoría de las obligaciones, valores mobiliarios que representan compromisos de pago de las empresas frente a sus suscriptores. Sin embargo, a diferencia de los bonos, los papeles comerciales se emiten a plazos menores de un año. Estos títulos, representados principalmente por pagarés, constituyen actualmente una de las más importantes fuentes de recursos de corto plazo de las empresas.

FUENTES DE MEDIANO Y LARGO PLAZOS.

Las más importantes son:

a) Créditos de Entidades Financieras. Los bancos, así como las distintas entidades del sistema financiero, ofrecen una gran gama de operaciones de crédito. A raíz de la creciente competencia y la estabilidad de la economía, los costos de estos muestran una tendencia decreciente, en tanto que los plazos de otorgamiento se hacen cada vez más largos.

Las condiciones de otorgamiento dependen básicamente de la solvencia del cliente, expresada en la evaluación de sus estados financieros, particularmente de su flujo de ingresos y de su record crediticio. Generalmente este financiamiento requiere de contrapartidas y de la constitución de garantías.

b) Hipoteca. Es una forma de financiamiento por la cual un prestatario (deudor) cede transitoriamente al prestamista (acreedor) la propiedad de su inmueble, como garantía de un préstamo. A la cancelación de este, se levanta la hipoteca y el prestatario recupera su pleno derecho de propiedad. En caso de incumplimiento la propiedad pasa a manos del acreedor.

c) Emisión de Acciones. Las empresas pueden obtener financiamiento emitiendo acciones, modo que resulta muy barato y factible.

Sin embargo, aún se resisten a usar plenamente esta vía, debido, entre otras cosas, al temor a compartir los derechos de propiedad con el nuevo accionista o a perder el control de la empresa. Además, al acceder a este sistema de financiamiento, las empresas quedan sujetas al estrecho régimen de vigilancia de la Superintendencia del Mercado de Valores, que exige una transparencia total en materia de información. Sin embargo, este fuerte nivel de exigencia puede ayudar a la empresa a formalizar su modo de operar y a mejorar su sistema de administración.

Una de las principales ventajas de financiarse mediante acciones es que la empresa emisora no se halla obligada a entregar

dividendos a sus tenedores, sino únicamente cuando obtiene utilidades, previo acuerdo en tal sentido de la junta de accionistas.

d) Emisión de Bonos. La emisión de bonos es otra importante fuente de recursos, aún poco utilizada por las empresas. Como se sabe, estos son títulos de renta fija, que obligan a pagar a sus tenedores una tasa igualmente fija de interés. Por lo tanto, la empresa que decide emitirlos debe estar segura de poseer un buen y sostenido nivel de rentabilidad para poder cumplir con el pago de dicho intereses.

Al igual que la emisión de acciones, la emisión de bonos supone someterse a las estrictas reglas del mercado de valores, entre ellas a la evaluación de empresas clasificadoras de riesgo, para que den su veredicto entorno a la capacidad de cumplimiento de los pagos.

e) Leasing. El leasing, una de las más populares formas de financiamiento en la actualidad, es aquella mediante la cual un banco, una empresa financiera o una empresa de arrendamiento financiero adquiere un activo solicitado por una determinada empresa y se lo alquila, a cambio del pago de cuotas periódicas.

Permite a la empresa arrendataria ahorrar capital de trabajo al no tener que invertir en la compra de activos fijos, los cuales, sin embargo, puede utilizar pagando módicas cuotas de alquiler. Además, hace posible obtener importantes beneficios tributarios, por cuanto las cuotas de alquiler son deducibles para estos efectos.

El leasing tiene una importante variante denominada Lease-back, que otorga aún más facilidades de financiamiento que el leasing original.

2.3.1.10. INVERSIÓN EN ACTIVOS.

2.3.1.10.1. DEFINICIÓN DE ACTIVO

Es un recurso controlado por la entidad como resultado de sucesos pasados, del que la entidad espera obtener, en el futuro, beneficios económicos.²⁴

2.3.1.10.2. CLASES DE ACTIVOS²⁵

A. ACTIVOS CORRIENTES

Está representado por el efectivo y equivalentes de efectivo, inversiones financieras, derechos por recuperar, activos realizables, activos biológicos, activos no corrientes mantenidos para la venta, gastos contratados por anticipado y otros activos, que se mantienen para fines de comercialización (negociación), consumo o servicios por recibir, se espera que su realización se producirá dentro de los doce meses después de la fecha del balance general o en el curso normal del ciclo de operaciones de la empresa.

1. Efectivo y Equivalentes de Efectivo

Incluye los componentes del efectivo representado por medios de pago (dinero en efectivo, cheques, tarjetas de crédito y débito, giros etc.), depósitos en bancos y en instituciones financieras, así como los equivalentes de efectivo que corresponden a las inversiones financieras de corto plazo y alta liquidez, fácilmente convertibles en un importe determinado de efectivo y estar sujeta a un riesgo insignificante de cambios en su valor, cuya fecha de vencimiento no exceda a 90 días desde la fecha de adquisición.

²⁴ Marco Conceptual para la Preparación y Presentación de los Estados Financieros. Párrafo 49, literal a)

²⁵ Manual para la Preparación de Información Financiera. SMV

2. Inversiones Financieras

Incluye los activos financieros a valor razonable con cambios en ganancias y pérdidas, los disponibles para la venta, mantenidos hasta el vencimiento y los activos por instrumentos financieros derivados.

3. Cuentas por Cobrar Comerciales

Incluye los documentos y cuentas por cobrar que representan los derechos exigibles provenientes de la venta de bienes y prestación de servicios de operaciones relacionadas con la actividad principal del negocio, debiendo mostrarse separadamente los importes a cargo de empresas relacionadas y de aquellos comprometidos en garantía de patrimonios fideicometidos, de ser el caso.

4. Otras Cuentas por Cobrar a Partes Relacionadas

Incluye los derechos de la empresa provenientes de préstamos otorgados por operaciones distintas a la actividad principal del negocio, a cargo de personal clave y partes relacionadas o vinculadas, con excepción de adeudos de personal distintos al personal clave y de accionistas, en este último caso, referidos a suscripciones pendientes de pagos.

5. Otras Cuentas por Cobrar

Incluye los derechos exigibles de la empresa diferente de aquellos originados en las transacciones relacionadas con el giro del negocio.

6. Existencias

Incluye los bienes que posee la empresa destinados a la venta, los que se hallen en proceso de fabricación, los que se utilizarán en la fabricación de otros, para ser vendidos o

para consumo de la propia empresa, o en la prestación de servicios.

7. Activos Biológicos

Incluye los activos biológicos representados por el costo de los animales vivos o las plantas.

8. Activos no Corrientes Mantenedidos para la Venta

Incluye activos no corrientes (grupos enajenable) clasificados como mantenidos para la venta, cuyo valor en libros se recuperará fundamentalmente a través de una transacción de venta, en lugar de por su uso continuado.

9. Gastos Contratados por Anticipado

Incluye los servicios contratados a ser recibidos en el futuro.

10. Otros Activos

Incluye la parte corriente de los activos no comprendidos en los numerales anteriores tales como obras de arte y cultura, joyas, entre otros.

B. ACTIVOS NO CORRIENTES

Está representado por inversiones financieras, derechos por recuperar, activos realizables, activos biológicos, inversiones inmobiliarias, inmuebles, maquinaria y equipo, activos intangibles y otros activos, cuya realización, comercialización (negociación) o consumo exceda al plazo establecido como corriente.

1. Inversiones Financieras

Está representado por los activos financieros disponibles para la venta, mantenidos a vencimiento, las inversiones

en asociadas, negocios conjuntos, subsidiarias, otras inversiones financieras y activos por instrumentos financieros derivados; cuya realización se estima en un plazo mayor al corriente.

2. Cuentas por Cobrar Comerciales

Incluye los derechos de la empresa cuya convertibilidad en efectivo se realizará en un plazo mayor al corriente.

3. Otras Cuentas por Cobrar a Partes Relacionadas

Incluye los derechos cuyos vencimientos exceden al corriente, correspondiente a los derechos de la empresa provenientes de préstamos otorgados por operaciones distintas a la actividad principal del negocio, a cargo de personal clave y partes relacionadas o vinculadas, con excepción de adeudos de personal distintos al personal clave y de socios referidos a suscripciones pendientes de pago.

4. Activos por Impuesto a la Renta y Participaciones Diferidos

Incluye el impuesto a la renta y participaciones a recuperar en periodos futuros, originados por las diferencias temporales deducibles; las pérdidas tributarias, compensación de pérdidas obtenidas en periodos anteriores, que todavía no hayan sido objeto de deducción tributaria; y la compensación de créditos no utilizados procedentes de periodos anteriores, que se estima será recuperada en periodos posteriores.

5. Otras Cuentas por Cobrar

Incluye los derechos de la empresa originados por operaciones distintas a las del giro del negocio, que deben

realizarse en un plazo mayor al corriente.

6. Existencias

Incluye las existencias que por su naturaleza requieren de un período mayor al corriente para la fabricación de bienes, para ser vendidos o para consumo de la propia empresa, o en la prestación de servicios.

7. Activos Biológicos

Incluye a los activos biológicos cuyo ciclo productivo requiere de un período mayor al corriente.

8. Inversiones Inmobiliarias

Incluye las propiedades cuya tenencia es mantenida con el objeto de obtener rentas, aumentar el valor del capital o ambas.

9. Inmuebles, Maquinaria y Equipo

Incluye los inmuebles, maquinaria y equipo adquiridos, construidos, en proceso de construcción, con la intención de emplearlos para la producción o suministro de bienes y servicios, para arrendarlos a terceros o para usarlos en la administración y se esperan usar durante más de un ejercicio anual, no estando destinados para la venta en el curso normal de los negocios.

10. Activos Intangibles

Incluye los activos identificables que carecen de naturaleza material y se encuentran bajo control de la empresa para ser usados para la producción o suministro de bienes o servicios, se arriendan a terceros o se aplican para fines administrativos; así como las concesiones de exploración y explotación, las cuales implican derechos de larga duración.

Asimismo, puede incluir los activos por exploración y evaluación de recursos minerales, hasta el momento en que la factibilidad técnica y viabilidad comercial de la extracción de tales recursos sean demostrables.

11. Crédito Mercantil

Representa el exceso del costo de adquisición sobre la participación de la adquirente en el valor razonable neto de los activos, pasivos y pasivos contingentes identificables de la empresa adquirida.

12. Otros Activos

Incluye la parte no corriente de los activos no comprendidos en los numerales anteriores.

2.3.2. RESULTADOS DE LAS EMPRESAS CONCESIONARIAS DE VEHÍCULOS.

2.3.2.1. RESULTADOS DEL EJERCICIO

Son los resultados que se obtienen al deducir, de los ingresos totales de un periodo, los costos y gastos en que se incurrieron con la finalidad de obtener dichos ingresos, además del impuesto que grava las utilidades.

2.3.2.2. COMPONENTES DE LOS RESULTADOS DEL EJERCICIO²⁶

A continuación se muestran los elementos componentes de los resultados del ejercicio:

1. Ventas Netas (Ingresos Operacionales)

Incluye los ingresos por venta de bienes o prestación de servicios derivados de la actividad principal del negocio,

²⁶ Manual para la Preparación de Información Financiera. SMV

deducidos los descuentos no financieros, rebajas y bonificaciones concedidas.

2. Otros Ingresos Operacionales

Incluye aquellos ingresos significativos que no provienen de la actividad principal de la empresa, pero que están relacionados directamente con ella y que constituyen actividades conexas.

En el caso de empresas dedicadas a la actividad agrícola, se reconocerá el total de las ganancias del período surgidas de la medición inicial y posterior de los activos biológicos y productos agrícolas, al valor razonable menos los costos estimados en el punto de venta.

3. Costo de Ventas (Operacionales)

El costo de ventas es reconocido como gasto durante el período. Representa erogaciones y cargos asociados directamente con la adquisición o la producción de los bienes vendidos o la prestación de servicios, tales como el costo de la materia prima, mano de obra, los gastos de fabricación que se hubieren incurrido para producir los bienes vendidos o los costos incurridos para proporcionar los servicios que generen los ingresos.

4. Otros Costos Operacionales

Incluye aquellos costos reconocidos como gastos durante el período y están constituidos por los desembolsos incurridos para la realización de actividades conexas a la actividad principal de la empresa.

En el caso de aquellas empresas dedicadas a la actividad agrícola, se reconocerá el total de las pérdidas del período surgidas de la medición inicial y posterior de los activos biológicos y productos agrícolas, al valor razonable menos

los costos estimados en el punto de venta.

5. Gastos de Ventas

Incluye los gastos directamente relacionados con las operaciones de distribución, comercialización o venta.

6. Gastos de Administración

Incluye los gastos directamente relacionados con la gestión administrativa de la empresa.

7. Ganancias (Pérdidas) por Venta de Activos

Incluye la enajenación o disposición por otra vía de activos no corrientes, como: inmuebles, maquinaria y equipo; activos intangibles y otros activos, que no corresponden a operaciones discontinuadas.

8. Otros Ingresos

Incluye los ingresos distintos de los relacionados con la actividad principal del negocio de la empresa, referido a ingresos distintos a los anteriormente mencionados, como subvenciones gubernamentales.

9. Otros Gastos

Incluye los gastos distintos de los relacionados con el giro del negocio de la empresa, referidos a los gastos distintos de ventas, administración y financieros.

10. Ingresos Financieros

Incluye los ingresos obtenidos por la empresa provenientes de los rendimientos o retornos(intereses y dividendos), diferencias de cambio neto, ganancias por variaciones en los valores razonables o por las

transacciones de venta de las inversiones en instrumentos financieros e inversiones inmobiliarias.

11. Gastos Financieros

Incluye los gastos incurridos por la empresa como costos en la obtención de capital (intereses y otros costos relacionados), diferencias de cambio neto, las pérdidas por variaciones en los valores razonables o por las transacciones de venta de las inversiones en instrumentos financieros e inversiones inmobiliarias.

12. Participación en el Resultado de Partes Relacionadas por el Método de Participación

Incluye la participación en los resultados de las empresas dependientes o subsidiarias, asociadas y en negocios conjuntos.

13. Ganancias (Pérdidas) por Instrumentos Financieros Derivados

Incluye el efecto de los cambios en los valores razonables de los instrumentos financieros derivados contratados por la empresa y que no son de cobertura. La ganancia (pérdida) originado por los instrumentos de cobertura que, de acuerdo con las normas contables, deben afectar a resultados, se presentará en la partida de gastos o ingresos respectiva, que genera la partida cubierta, informando de ello detalladamente en las notas correspondientes.

Asimismo, la parte ineficaz de la cobertura de flujos de efectivo y las ganancias o pérdidas acumuladas (reconocidas previamente en el patrimonio neto como resultados no realizados) de la cobertura eficaz de flujos de efectivo cuando: la operación cubierta prevista se

realice afectando al resultado del período o si deja de esperarse que la transacción prevista ocurra.

Igualmente incluye, la ganancia o pérdida de la parte ineficaz de la cobertura de una inversión neta en un negocio en el extranjero, así como de aquella que se genere por la cobertura eficaz al momento de venderse o disponerse por otra vía del negocio en el extranjero que previamente fuere conocido en el patrimonio. En el caso de que se venda o disponga por otra vía una inversión neta en un negocio en el extranjero, la parte de la cobertura eficaz que figuraba en patrimonio se debe presentar neta de los ingresos por venta correspondiente.

14. Participación de los Trabajadores

Incluye las participaciones de los trabajadores corrientes y diferidas que la empresa debe deducir de sus utilidades generadas en el ejercicio de acuerdo con las NIIF.

15. Impuesto a la Renta

Incluye el impuesto a la renta corriente y diferido que corresponde a las utilidades (pérdidas) generadas en el período de acuerdo con las NIIF, excepto el correspondiente a operaciones discontinuadas e impuestos.

16. Ingreso (Gasto) Neto de Operaciones Discontinuadas

Incluye el resultado después de impuestos de las operaciones discontinuadas, así como la ganancia o pérdida después de impuestos provenientes de la medición a valor razonable menos los costos de venta o por la venta o disposición por otra vía, de los activos y pasivos que conforman la operación discontinuada.

2.3.2.3. OBTENCIÓN DEL RESULTADO DEL EJERCICIO²⁷

Se obtiene una vez deducido del Resultado antes de impuestos el gasto relativo al impuesto sobre sociedades que debe ingresar la empresa en las arcas del Fisco.

2.3.2.4. DEFINICIÓN DE EMPRESA.

Empresa, del latín “inprehensa”, significa toma o conquista; representa una acción esforzada y conjunta.

Como acción conjunta, empresa es toda asociación industrial o de otra índole, creada con el fin de realizar obras materiales, negocios o proyectos de importancia.

También se puede definir como:

- Empresa es la unidad económica de producción, cuya función es crear o aumentar la utilidad de los bienes para satisfacer las necesidades humanas.
- Empresa es un conjunto ordenado de factores de producción (tierra, trabajo y capital) bajo la dirección, responsabilidad y control del empresario.
- Una empresa es un sistema con su entorno materializa una idea, de forma planificada, dando satisfacción a demandas y deseos de clientes, a través de una actividad comercial. Requiere de una razón de ser, una misión, una estrategia, objetivos, tácticas y políticas de actuación.²⁸
- La Comisión de la Unión Europea sugiere la siguiente definición: «Se considerará empresa toda entidad, independientemente de su forma jurídica, que ejerza una actividad económica.²⁹»

²⁷<http://www.eumed.net/libros-gratis/2009c/576/RESULTADO%20DEL%20EJERCICIO%20CONCEPTUALIZACION%20Y%20TOPOLOGIAS.htm>

²⁸<http://es.wikipedia.org/wiki/Empresa>

²⁹<http://es.wikipedia.org/wiki/Empresa>

2.3.2.5. CLASIFICACIÓN DE LA EMPRESA.

Algunas de sus clasificaciones son:

a. Según su tamaño.³⁰

Tamaño	Características	
	# Trabajadores	Ingresos Anuales
Micro	De 1 hasta 10	Hasta 150 UITs
Pequeña	De 1 hasta 100	Hasta 1700 UITs
Mediana	De 1 hasta 200	Más de 1700 UITs
Grande	Más de 200	Más de 1700 UITs

b. Según su forma societaria.³¹

Forma Societaria	Características
Sociedad Anónima Abierta	<ul style="list-style-type: none"> • Capital dividido en acciones. • Número de socios de 2 a más (sin límite). • Inscritas en el registro público del mercado de valores. • Constitución sucesiva (oferta pública a terceros) • Directorio con carácter obligatorio. • Responsabilidad limitada al patrimonio empresarial.
Sociedad Anónima Cerrada.	<ul style="list-style-type: none"> • Capital dividido en acciones. • Número de socios de 2 a 20. • No cotizan en la bolsa de valores. • Constitución simultánea. • Directorio con carácter opcional. • Responsabilidad limitada al patrimonio empresarial.
Sociedad de Responsabilidad Limitada	<ul style="list-style-type: none"> • Capital dividido en participaciones. • Número de socios de 2 a 20. • No cotizan en la bolsa de valores. • Constitución simultánea. • No posee directorio. • Responsabilidad limitada al patrimonio empresarial.

³⁰ Decreto Legislativo N° 1086 que modifica la ley 28015 "LEY DE PROMOCIÓN Y FORMALIZACIÓN DE LA MICRO Y PEQUEÑA EMPRESA". <http://taemperu.blogspot.com/2012/08/clasificacion-de-las-empresas.html>

³¹ Ley 26887, "Ley General de Sociedades"

<p>Sociedad Civil Ordinaria Sociedad Civil de Responsabilidad Limitada.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • El capital de la sociedad civil debe estar íntegramente pagado al tiempo de la celebración del pacto social. • Las participaciones de los socios en el capital no pueden ser incorporadas en títulos valores, ni denominarse acciones. • Las utilidades o las pérdidas se dividen entre los socios de acuerdo con lo establecido en el pacto social. • Las sociedades civiles deberán llevar las actas y registros contables que establece la ley para las sociedades mercantiles.
<p>Sociedad En Comandita Simple</p>	<ul style="list-style-type: none"> • El capital está dividido en participaciones no negociables. • Posee 2 clases de socios, colectivos y comanditarios. • Los aportes de los socios comanditarios sólo pueden consistir en bienes en especie o en dinero. • los socios comanditarios no participan en la administración.
<p>Sociedad En Comandita por Acciones.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • El íntegro de su capital está dividido en acciones, pertenezcan éstas a los socios colectivos o a los comanditarios. • Los socios colectivos ejercen la administración social y están sujetos a las obligaciones y responsabilidades de los directores de las sociedades anónimas. • Las acciones pertenecientes a los socios colectivos no podrán cederse sin el consentimiento de la totalidad de los colectivos y el de la mayoría absoluta, computada por capitales, de los comanditarios; las acciones de éstos son de libre transmisibilidad, salvo las limitaciones que en cuanto a su transferencia establezca el pacto social.
<p>Sociedad Colectiva</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Los socios responden en forma solidaria e ilimitada por las obligaciones sociales. • Tiene plazo fijo de duración. • La administración de la sociedad corresponde, separada e individualmente, a cada uno de los socios. • Ningún socio puede transmitir su participación en la sociedad sin el consentimiento de los demás.

c. Según su Actividad Económica.

❖ **Industriales.** La actividad primordial de este tipo de empresas es la producción de bienes mediante la transformación de la materia o extracción de materias primas. Las industrias, a su vez, se clasifican en: Extractivas, manufactureras, etc.

❖ **Comerciales.** Son intermediarias entre productor y consumidor; su función primordial es la compra/venta de productos terminados. Pueden clasificarse en: Mayoristas, minoristas, comisionistas.

❖ **Servicio.** Son aquellas que brindan servicio a la comunidad que a su vez se clasifican en: Transporte, turismo, instituciones financieras, servicios públicos, servicios privados, educación, salud, etc.

2.3.2.6. EMPRESAS CONCESIONARIAS DE VEHÍCULOS.

Contrato de Concesión³²

Es un contrato según el cual, un comerciante o empresario (Concedente) otorga a otro comerciante (Concesionario) el derecho a la compra de sus productos para su posterior venta a nombre y cuenta propia de éste último, que pone su empresa a disposición exclusiva, y sujeto a un conjunto de normas que establece el concedente. Se puede señalar como función económica de este contrato la “racionalización empresarial” que se logra al desentenderse el productor o concedente de la venta al público, ya que de esto se hará cargo el concesionario al cual se cede los productos para la venta.

Caracteres del Contrato de Concesión

- **Bilateral:** Es un contrato en el cual ambas partes quedan obligadas, genera obligaciones recíprocas para ambas partes

³²www.abogadoscorrientes.com

- **Oneroso:** Una de las partes obtiene una ventaja de la otra a cambio de una contraprestación en dinero. El concesionario adquiere las mercaderías a un precio especial, para lucrar con la diferencia que paga el consumidor final.
- **Consensual:** Ya que genera efectos a partir del momento en que las partes manifiestan su consentimiento.
- **Atípico:** No está receptado legalmente ni hay ninguna ley específica que lo regule.
- **Conmutativo:** Las partes al momento de la celebración saben cuáles son sus obligaciones y las ventajas que obtendrán cada una.
- **No Formal:** No requiere una forma legal particular, aunque generalmente se instrumenta por escrito.
- **Tracto Sucesivo:** Las obligaciones que genera no se agotan en el mismo momento de la celebración del contrato.
- **Colaboración Empresarial:** Porque establece una relación de cooperación entre distintas empresas.
- **Por adhesión:** Porque el concedente determina el contenido de las cláusulas del contrato, no teniendo otra opción el concesionario que adherirse o no al mismo.
- **“Intuitio Personae”:** Tiene importancia la persona específica de quien es elegido como concesionario por el concedente.
- **Normativo:** Regula futuras negociaciones.

Diferencias y semejanzas los Contratos de Concesión y de Distribución

Contrato de Distribución³³

El distribuidor es un comerciante autónomo que, sin vínculo laboral ni societario, compra en serie un producto determinado al

³³ <http://www.jurisconsultora.com.ar/apuntes.html>

fabricante, con exclusividad, cupo mínimo y territorio, para su colocación por vendedores directos. Tiene fondo de comercio propio y su ganancia está en la diferencia entre el precio de compra y el precio de venta de los productos.

El contrato de distribución es aquel en virtud del cual el distribuidor se obliga a adquirir del distribuido, mercaderías de consumo masivo, para su posterior colocación en el mercado, por cuenta y riesgo propio, estipulándose como contraprestación de la intermediación un beneficio o **margen de reventa**.

Las partes son el productor, fabricante o distribuido: Produce los bienes y servicios y los provee con carácter estable y duradero.

Sus deberes son:

- a) Entregar los bienes pactados en el tiempo forma y lugar determinados
- b) Respetar el pacto de exclusividad
- c) Garantizar de evicción y vicios redhibitorios

La otra parte es el distribuidor: Adquiere los bienes y servicios para su comercialización en el mercado. Compromete toda su estructura a la venta. Es autónomo e independiente. Es responsable por la calidad de los productos.

Sus deberes son:

- a) Pagar el precio de la mercadería
- b) Poner su estructura al servicio del fin del contrato
- c) Eventualmente, si existe, respetar el pacto de exclusividad y en virtud de él, no adquirir los mismos bienes de terceros, no vender fuera de la zona asignada y no producir el mismo producto
- c) Efectuar la publicidad necesaria para la colocación del producto
- d) Mantener un stock determinado

A continuación se muestra un esquema con las principales semejanzas y diferencias entre los contratos de concesión y distribución³⁴:

Contrato	Modalidad de Actuación	Naturaleza Jurídica	Obligaciones Accesorias	Ganancia del Concesionario o Distribuidor
Concesión	Intermediario Compra para revender al consumidor	Promesa de compraventa de bienes	Licencia de la marca, service y acondicionamiento de local Exclusividad y territorio	Diferencia entre precio de compra y venta
Distribución	Intermediario Compra para revender al minorista	Promesa de compraventa de mercaderías de consumo masivo	Licencia de la marca Exclusividad y territorio	Diferencia entre precio de compra y venta

Elementos esenciales del contrato de concesión: En este tipo de contratos no deben faltar las siguientes cualidades:

Explotación a nombre del concesionario; Surge de la misma definición que hemos dado de Concesión, el concesionario goza de autonomía jurídica ya que las prestaciones que ejecuta son a su nombre y por su propia cuenta y riesgo.

Subordinación económica y técnica; Entre las partes se establece una relación en la cual el concesionario queda en una posición de subordinación frente al concedente, que tiene superioridad económica dada entre otras cosas por el poder de dirección y

³⁴ <http://www.derechocomercial.edu.uy/ContratosDistribGeneral.htm>

control; y la reserva de la facultad de realizar reformas al contrato según su interés.

Exclusividad: relativa o unilateral; Este elemento aparece manifiesto en las cláusulas que establecen respecto al concedente que No podrá designar otros concesionarios.

Sujetos parte del Contrato³⁵

- **El Concedente:** Comerciante o empresario que otorga el derecho a la compra de sus productos para su posterior reventa al público, al concesionario.
- **El Concesionario:** Comerciante que adquiere los productos del concedente para posteriormente revenderlos al público a nombre propio y por su cuenta.

El concesionario obtiene de la relación con el concedente la ventaja de insertarse en el mercado bajo el amparo de una marca conocida (marca del producto que fabrica el concedente).

Obligaciones del concedente

- Mantener una corriente de aprovisionamiento: entregar lo necesario para mantener un ritmo de explotación determinado, lo cual es distinto a decir que se obligue a entregar una cantidad específica del producto.
- Proporcionar la información técnica y capacitación para la atención del usuario.
- Instalar talleres de comercialización para efectivizar garantías y el suministro de repuestos para toda la red de concesionarios.
- Promover publicidad los productos en forma general.

³⁵ www.abogadoscorrientes.com

Obligaciones del concesionario:

Obligaciones relativas a la organización

- Disponer de un establecimiento adecuado.
- Tener un equipo de personal capacitado.
- Seguir las instrucciones en materia contable y administrativa que le haya dado el concedente.
- Aproveccionarse en forma exclusiva de los productos del concedente.

Obligaciones referidas a la Promoción.

- Promover venta del producto a través de la realización de un mínimo de operaciones.
- Efectuar publicidad del producto siempre que tenga la aprobación del concedente.
- No comercializar otros productos que resulten competitivos respecto al concedente.
- Asesorar a los clientes sobre las cualidades y características de los productos de los que dispone para la venta.

Servicios.

- Reparar y dar los servicios correspondientes que correspondan a los productos vendidos.
- Prestar un Servicio post venta a todos aquellos consumidores que hubieren adquirido sus productos.
- Tener un Inventario de repuestos.

Garantía: Ejecutar el servicio de garantía frente a los clientes.

Información: Contar con información actualizada sobre las distintas operaciones, usuarios, estadísticas de mercado de la zona y demás datos cuyo conocimiento pueda llegar a ser de interés.

Plazos de Duración del contrato:³⁶El contrato de concesión puede ser de plazo determinado o de plazo indefinido:

- **Plazo determinado:** Consiste en la fijación de una duración mínima con posibilidad de prorrogar el contrato una vez vencido el plazo mínimo estipulado. Al fijarse un tiempo determinado de duración del contrato se puede presentar como desventaja para el concesionario la incertidumbre generada porque no sabe si va recuperar su inversión inicial en los límites de tiempo fijados para la duración del contrato.
- **Plazo indefinido:** Permite a ambas partes rescindir el contrato en cualquier momento con preaviso. La jurisprudencia considera que no hay derecho a rescindir el contrato antes del plazo mínimo sin una causa suficiente.

Responsabilidad frente a terceros: El concesionario como consecuencia del contrato de concesión se relaciona con el concedente, y su vez se relaciona con terceros (clientes) por la venta de los bienes que produce en concedente.

Ante un caso de vicios redhibitorios presentes en el bien adquirido por el usuario del concesionario la jurisprudencia ha establecido con el tiempo que será el concedente el responsable por tales defectos teniéndose por base la “garantía de buen funcionamiento” otorgada por el último. A la garantía otorgada por el concedente se debe sumar aquella dada por el concesionario por la venta del producto. Finalmente se puede ver que tanto el concedente como el concesionario serán responsables por los vicios redhibitorios sufridos por el consumidor que adquirió el bien.

Empresa Concesionaria de Vehículos

Es una empresa que se ocupa de la comercialización de vehículos. Es el enlace entre los fabricantes y los consumidores, sino que también depende de las necesidades y preferencias de los compradores.

³⁶www.gerencie.com/contrato-de-concesión.html

2.3.3. LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO EN LAS EMPRESAS CONCESIONARIAS DE VEHÍCULOS DEL CUSCO.

Para que las empresas puedan realizar sus actividades operativas y financiar sus operaciones, necesitan de recursos financieros por lo cual recurren a dos tipos de fuentes de financiamiento siendo estas internas (Capital Accionario y Utilidades retenidas) y externas (Deudas con terceros). De esta manera, la Estructura de Financiamiento se define como el nivel de deudas (pasivos) y recursos propios (patrimonio neto) con los cuales las empresas planean financiar sus operaciones e inversiones. Las empresas concesionarias de vehículos son aquellas que comercializan vehículos de diversas marcas, siendo el nexo entre los fabricantes y los consumidores finales. Estas empresas operan bajo los términos establecidos en el contrato de concesión. En este entender, los administradores y/o gerentes de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco, debería tomar especial consideración al análisis de la estructura de financiamiento, ya que influye en gran medida en el rendimiento que perciben sus inversores y en el valor de dichas empresas.

2.4. DEFINICIÓN DE TÉRMINOS.

- 1. Apalancamiento Financiero.** Es la medida en la cual una empresa hace uso de deudas.³⁷
- 2. Arbitraje.** Acción de sacar ventaja de la diferencia de precios de un mismo activo en mercados distintos.
- 3. Asimetría de la Información.** Se da debido a que en el mercado los inversores no tienen acceso al mismo tipo de información.
- 4. Costo Implícito de la Deuda.** Es el incremento adicional en el rendimiento exigido por los accionistas producto de la incorporación de deudas en la estructura de capital.
- 5. Costos de Agencia.** Costos que se generan por el conflicto de intereses entre accionistas y acreedores, durante una etapa de dificultades financieras.
- 6. Costos de Transacción.** Incluye a todos aquellos costos en los que se incurre en las negociaciones.
- 7. CPPC.** Costo Promedio Ponderado Del Capital. Es la tasa promedio de rendimiento esperada por los accionistas y acreedores.
- 8. Desgravación Fiscal.** Ahorro proveniente de la ventaja fiscal que consiste en la deducibilidad de intereses por deudas para la determinación del Impuesto a la Renta.
- 9. Dispersión de Retornos.** Grado de separación de los rendimientos de activos respecto al rendimiento promedio.
- 10. Empresa Apalancada.** Es aquella que tiene algunas deudas en su estructura de capital.³⁸
- 11. Estructura de Capital.** Representa las proporciones del financiamiento de la empresa entre deudas circulantes y deudas a largo plazo y capital contable.³⁹

³⁷ Finanzas Corporativas 8va Edición Mc Graw Hill. Ross, Westerfield, Jaffe. 2009.pág. 329

³⁸ Finanzas Corporativas 8va Edición Mc Graw Hill. Ross, Westerfield, Jaffe. 2009.pág. 329

³⁹ Finanzas Corporativas 8va Edición Mc Graw Hill. Ross, Westerfield, Jaffe. 2009. Pág 2

12. Estructura de Capital Óptima. Es aquella estructura de capital en la que se logra maximizar el valor de la empresa y minimizar el costo promedio ponderado de capital.

13. Free Cash Flow. Se define como el saldo disponible para pagar a los accionistas después de descontar las inversiones realizadas en activos fijos y en necesidades operativas de fondos (NOF) e impuestos.⁴⁰

14. Mercado de Capitales Eficiente. Es aquel en el cual los precios de las acciones reflejan totalmente la información disponible.⁴¹

15. Presupuesto de Capital. El proceso relacionado con la realización y la administración de los gastos encaminados a adquirir activos de larga duración.⁴²

16. Reestructuración Financiera. La reestructuración es toda modificación ordenada de las estructuras financieras de una empresa o parte de éstas, que conduzca a restablecer los equilibrios básicos de una empresa sana y generen valor y reducción de riesgos para sus accionistas y acreedores.

17. Rendimiento Esperado de los Accionistas. La rentabilidad que esperan los accionistas provenientes de sus inversiones.

18. Riesgo Financiero. La incertidumbre de la empresa de no poder cumplir con sus obligaciones financieras.

19. Tasa Libre de Riesgo. Es aquella tasa sobre inversiones que no tienen riesgo de incumplimiento.

20. Valores Híbridos. Son una forma de financiación que combina deuda (grado de subordinación en la liquidación) y capital (participación en los resultados de la entidad en distintos grados).⁴³

⁴⁰<http://www.gerencie.com/flujo-de-caja-libre.html>

⁴¹ Finanzas Corporativas 8va Edición Mc Graw Hill. Ross, Westerfield, Jaffe. 2009.pág. 349

⁴² Finanzas Corporativas 8va Edición Mc Graw Hill. Ross, Westerfield, Jaffe. 2009. Pág 2

⁴³<http://blogdecontabilidadfinanciera.blogspot.com/2010/11/instrumentos-financieros-hibridos.html>

CAPITULO III.

ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE RESULTADOS.

Este capítulo tiene el propósito de presentar el proceso que conduce a la demostración de la hipótesis propuesta en la investigación *“La estructura de financiamiento tiene una alta influencia sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco.”*

Este estudio comprende el cumplimiento de los siguientes objetivos:

- a. Determinar el nivel de influencia del financiamiento a corto plazo en los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco -2012.
- b. Determinar el nivel de influencia del financiamiento a largo plazo en los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco -2012.
- c. Determinar el nivel de influencia del patrimonio en los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco -2012.

Los logros obtenidos en el desarrollo de cada objetivo específico -conducen al cumplimiento del objetivo general de la investigación y consecuentemente permite contrastar la hipótesis de trabajo para aceptarla o rechazarla con alto grado de significación.

3.1. INFORMACIÓN GENERAL.

a. ¿Bajo qué forma societaria o empresarial está constituida su empresa?

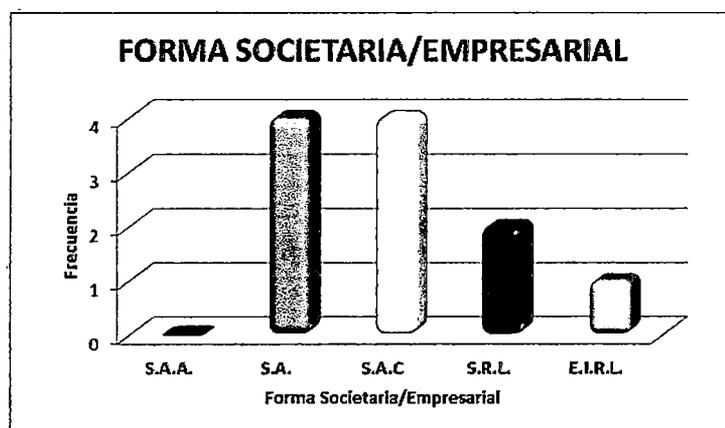
Tabla 3.1

Alternativas	Frecuencia	Porcentaje
S.A.A.	0	0%
S.A.	4	36%
S.A.C.	4	36%
S.R.L.	2	18%
E.I.R.L.	1	9%
Total	11	100%

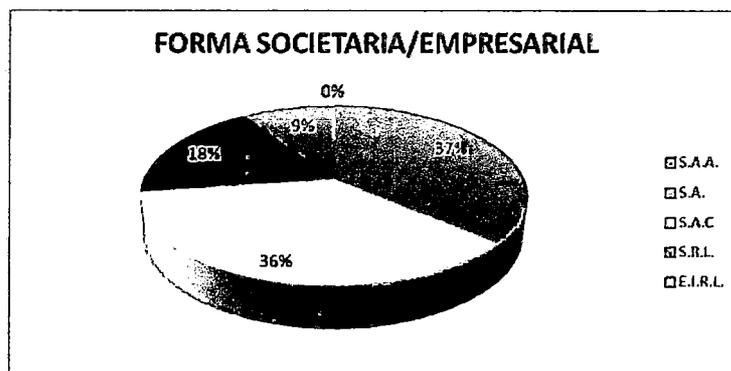
Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 3.1.

Frecuencias



Porcentajes.



Análisis e Interpretación.

- De los datos anteriores se observa que de todas las formas societarias y/o empresariales establecidas por la legislación peruana las empresas concesionarias de vehículos del Cusco en su mayoría se han constituido bajo 2 formas, Sociedad Anónima (S.A.) y Sociedad Anónima Cerrada (S.A.C.) teniendo cada una de ellas un frecuencia de 4 de 11 y representando un 36.5% cada una del total de las empresas concesionarias del Cusco, debido a que son empresas medianas y no requieren de grandes capitales.
- Podemos observar también que otra de las formas societarias y/o empresariales utilizada es la Sociedad de Responsabilidad Limitada (S.R.L) siendo 2 las empresas constituidas bajo esta modalidad que representan el 18% del total de empresas concesionarias de vehículos. Y se observa también que solo una empresa se ha constituido bajo la forma empresarial de Empresa Individual de Responsabilidad Limitada (E.I.R.L.) representando el 9% de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco.
- Finalmente, se observa que ninguna concesionaria de vehículos del Cusco opto por constituirse bajo la forma societaria de Sociedad Anónima Abierta (S.A.A.) debido a que las características de esta forma societaria no son adecuadas para esta actividad económica por los altos costos y capitales que representa.

b. ¿Su empresa cuenta con Directorio y/o Equivalente?

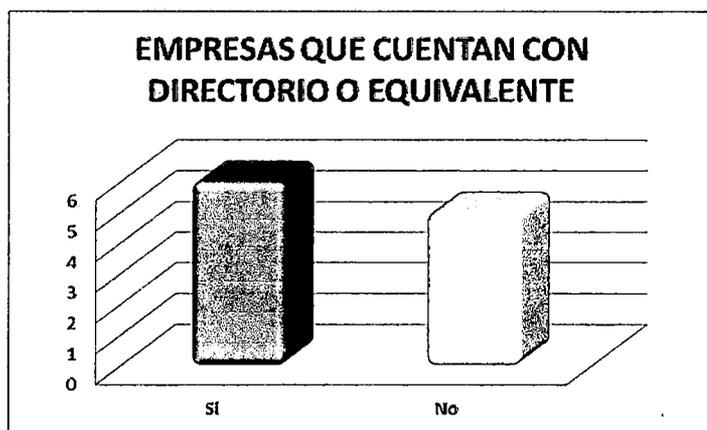
Tabla 3.2.

Alternativas	Frecuencia	Porcentaje
Si.	6	55%
No	5	45%
Total	11	100%

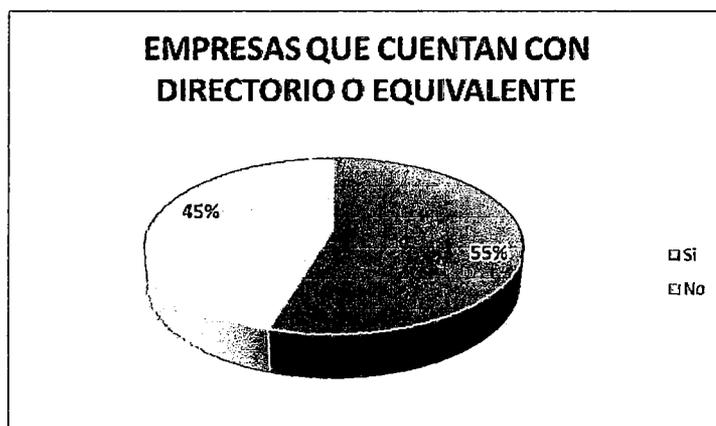
Fuente: Elaboración Propia.

Gráfico 3.2

Frecuencias.



Porcentajes.



Análisis e Interpretación.

- Del total de las empresas encuestadas hallamos que 6 de ellas cuentan con directorio las cuales representan un 55% del total de empresas, entre ellas se

encuentran las empresas en Sociedad Anónima (S.A.) y Sociedad Anónima Cerrada (S.A.C.) debido a que la Ley General de Sociedades (Ley N° 26887) en algunos casos les obliga tener directorio, y en otros les faculta tener o no directorio.

- Del mismo modo hallamos que 5 de las empresas no cuentan con directorio lo cual representa el 45% del total de concesionarias de vehículos, esto debido a que su forma societaria y/o empresarial no les permite contar con un directorio.

c. ¿Cuánto tiempo tiene su empresa operando en el mercado?

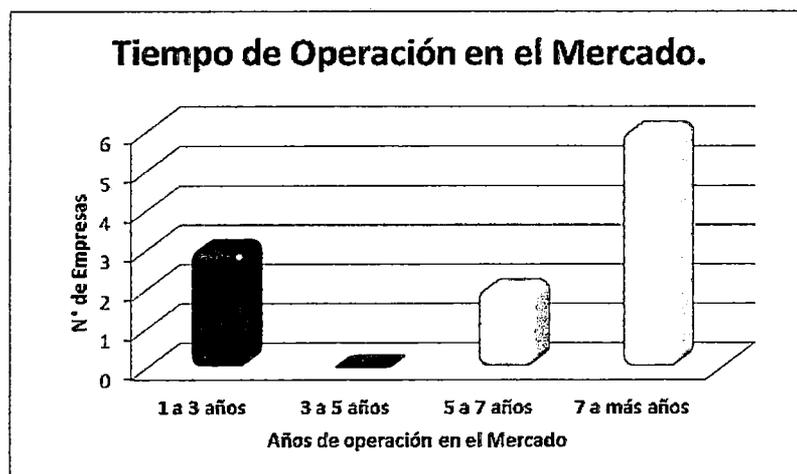
Tabla 3.3

Alternativas	Frecuencia	Porcentaje
1 a 3 años	3	27%
3 a 5 años	0	0%
5 a 7 años	2	18%
7 años a más.	6	55%
Total	11	100%

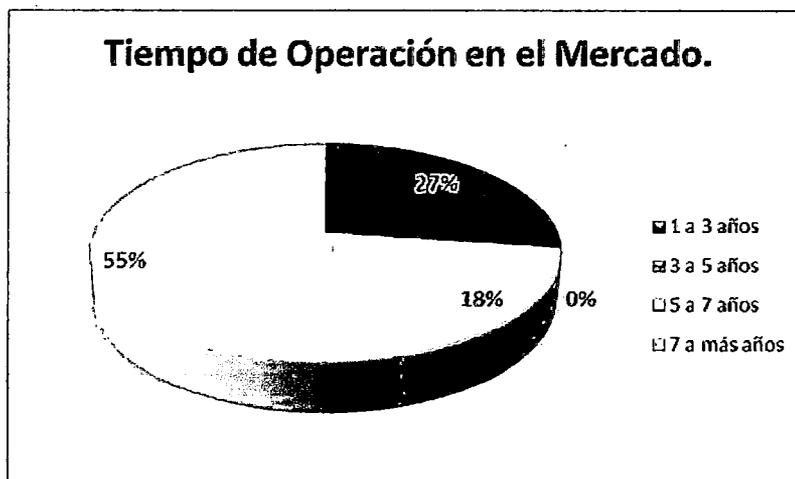
Fuente: Elaboración Propia.

Gráfico 3.3

Frecuencias.



Porcentajes.



Análisis e Interpretación.

- En los datos observamos que 6 empresas tienen más de 7 años operando en el mercado del Cusco, estas representan el 55% del total de empresas.
- Se observa también que 3 empresas tienen de 1 a 3 años operando en el mercado, estas representan el 27% del total de empresas.
- Y podemos observar también que solo 2 empresas tienen entre 5 a 7 años de operación en el mercado, estas representan el 18% del total de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco.

d. ¿Su empresa forma parte de un grupo económico? ¿Nacional o Extranjero?

Tabla 3.4

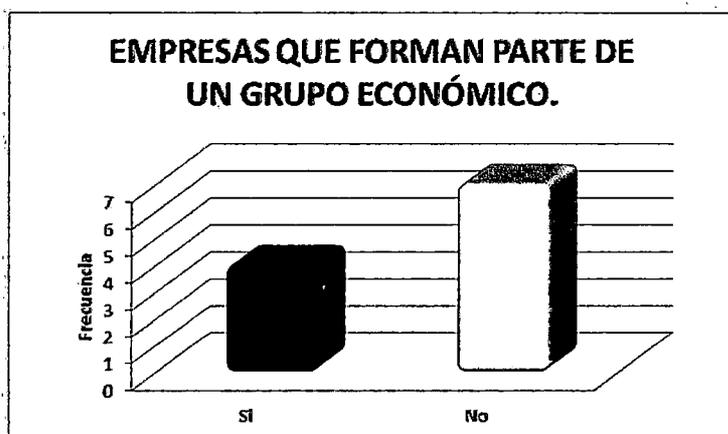
i)

Alternativas	Frecuencia	Porcentaje
Si	4	36%
No	7	64%
Total	11	100%

Fuente: Elaboración Propia.

Gráfico 3.4

Frecuencias i)



Porcentaje i)

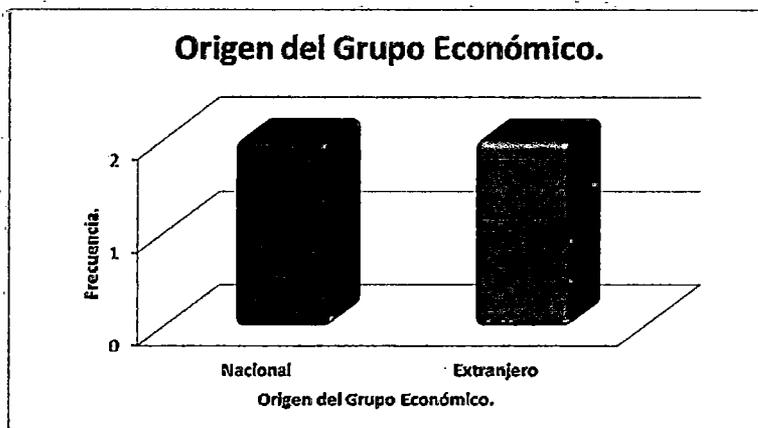


ii)

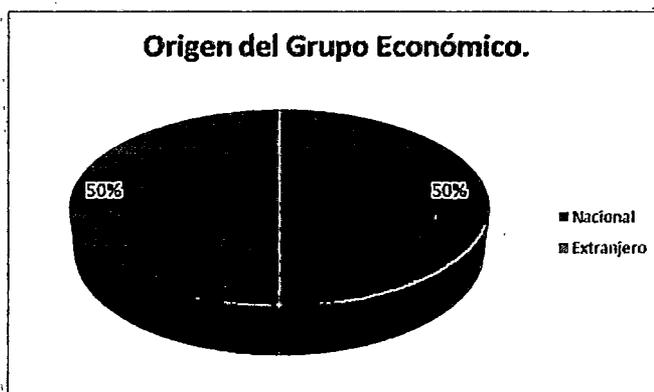
Alternativas	Frecuencia	Porcentaje
Nacional	2	50%
Extranjero	2	50%
Total	4	100%

Fuente: Elaboración Propia.

Frecuencias. ii)



Porcentaje. ii)



Análisis e Interpretación.

- De los datos recopilados se encontró que 4 de los 11 concesionarios de vehículos pertenecen a un grupo económico, estas representan el 36% de los concesionarios de vehículos. De estas, 2 de ellas pertenecen a un grupo nacional y las otras 2 a grupos extranjeros.
- Se encontró también que 7 de las empresas no forman parte de un grupo económico las cuales representan un 64% del total de empresas encuestadas. Estas empresas están constituidas con capitales cusqueños.

e. ¿Cuenta su empresa con sucursales dentro o fuera de la región?

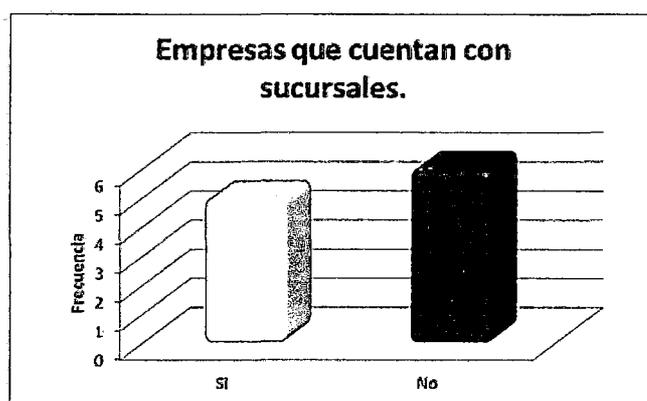
Tabla 3.5

Alternativas	Frecuencia	Porcentaje
Si	5	45%
No	6	55%
Total	11	100%

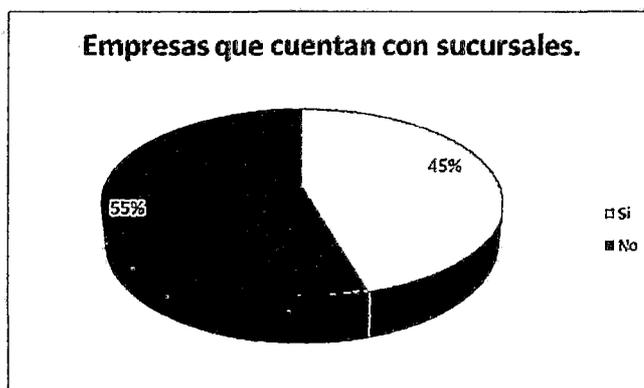
Fuente: Elaboración Propia.

Gráfico 3.5

Frecuencias.



Porcentajes.



Análisis e Interpretación.

- Se encontró que 5 empresas cuentan con sucursales dentro o fuera de la región, estas representan el 45% de las encuestadas, debido a que estas

empresas tienen mayor participación en el mercado cusqueño.

- También se encontró que 6 empresas no cuentan con sucursales, estas representan el 55% del total de empresas estudiadas, estas empresas no requieren de sucursales debido a que tienen una menor participación en el mercado de la región del Cusco.

f. **¿Cree usted que su empresa se ha beneficiado de alguna manera con los tratados de Libre Comercio?**

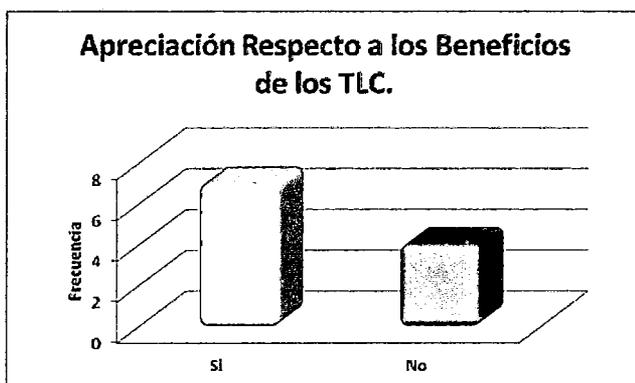
Tabla 3.6

Alternativas	Frecuencia	Porcentaje
Si	7	64%
No	4	36%
Total	11	100%

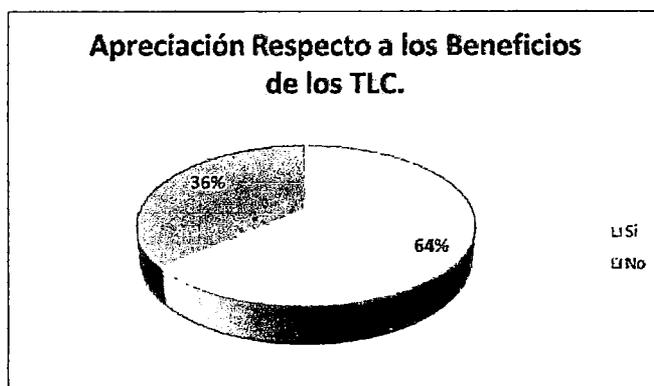
Fuente: Elaboración Propia.

Gráfico 3.6

Frecuencias.



Porcentajes.



Análisis e Interpretación.

- Los gerentes de 7 de las 11 empresas en estudio creen que sus empresas han sido beneficiadas de alguna manera con los Tratados de Libre Comercio firmados por en Perú con diversos países, este cifra representa el 64% de las empresas concesionarias de vehículos.
- Por otra parte, los gerentes de 4 empresas creen que sus empresas no se han beneficiado de ninguna manera con los Tratados de Libre Comercio, estas representan el 36% de empresas encuestadas.

g. ¿Cuál es su apreciación respecto al mercado vehicular de la región del Cusco?

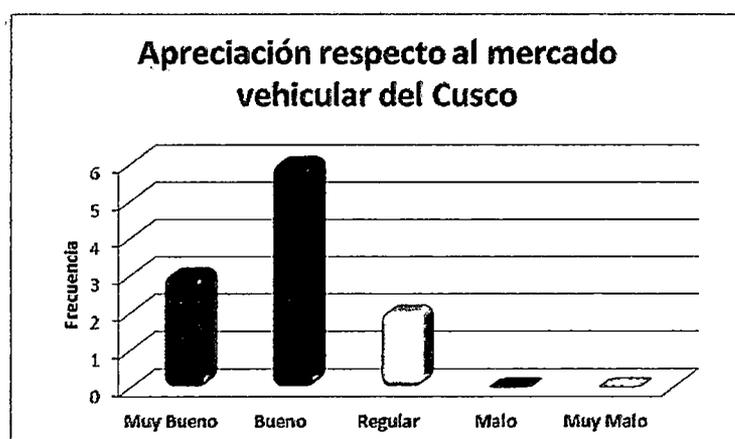
Tabla 3.7

Alternativas	Frecuencia	Porcentaje
Muy Bueno	3	27%
Bueno	6	55%
Regular	2	18%
Malo	0	0%
Muy Malo	0	0%
Total	11	100%

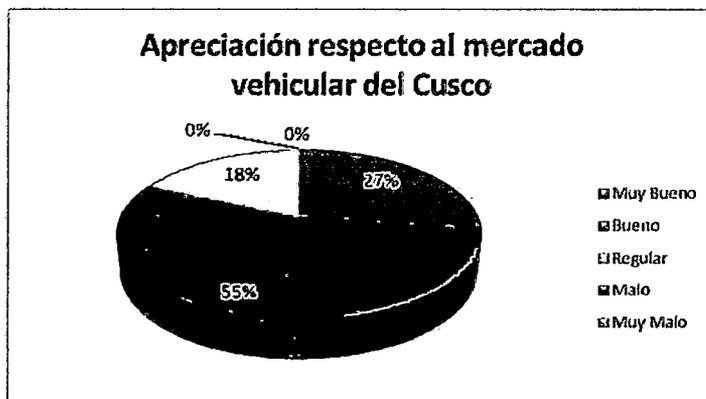
Fuente: Elaboración Propia

Gráfico 3.7.

Frecuencias



Porcentajes.



Análisis e Interpretación.

- Con respecto al mercado vehicular del Cusco se puede observar que, 6 gerentes de las empresas encuestadas estiman que el mercado vehicular del Cusco es bueno este número representa el 55% del total, encontramos también que 3 de ellos estiman que dicho mercado es muy bueno los cuales representan el 27% de los encuestados. Tenemos también que 2 de los gerentes de las empresas encuestadas consideran el mercado vehicular del Cusco como regular estos representan el 18%. Por último observamos que ninguno de los gerentes encuestados estima que el mercado vehicular del Cusco sea mal o muy malo.
 - Estas apreciaciones de los gerentes se basan principalmente en sus ventas realizadas y en sus proyecciones de crecimiento.
- h. ¿Cuántos vehículos vende aproximadamente su empresa por mes?**

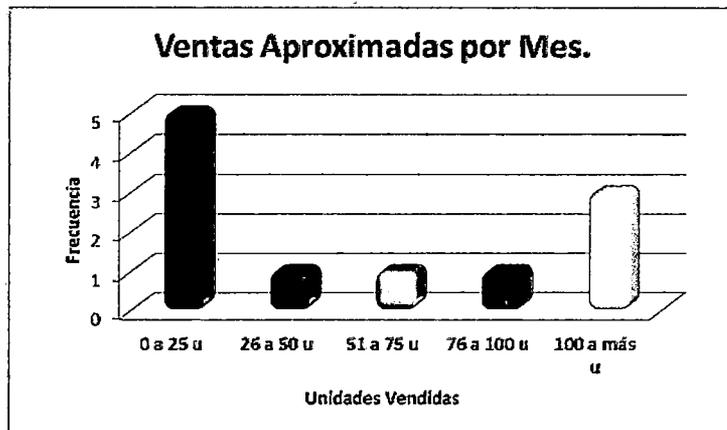
Tabla 3.8

Alternativas	Frecuencia	Porcentaje
0 a 25 u	5	45%
26 a 50 u	1	9%
51 a 75 u	1	9%
76 a 100 u	1	9%
100 a más	3	27%
Total	11	100%

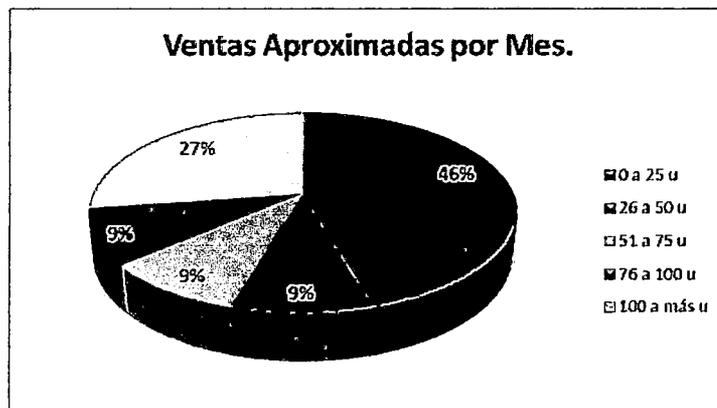
Fuente: Elaboración Propia

Gráfico 3.8

Frecuencias.



Porcentajes.



Análisis e Interpretación.

- De acuerdo con la encuesta aplicada las ventas aproximadas mensuales de 5 de las empresas están en un rango de 0 a 25 unidades, este número de empresas alcanza al 46% del total de empresas.
- De la misma manera podemos apreciar que 3 de las empresas encuestadas realizan ventas superiores a las 100 unidades por mes, las cuales representan el 27% del total de empresas concesionarias de vehículos del Cusco, siendo

las que más participación tienen en el mercado vehicular del Cusco.

- • Se encontró que solo una de las empresas realiza ventas mensuales en un rango de 76 a 100 unidades, esta representa el 9% de las empresas encuestadas. Del mismo modo, 1 de las empresas realiza ventas mensuales en un rango de 51 a 75 unidades, esta representa el 9% del grupo de empresas estudiadas. Finalmente también 1 empresa señaló que sus ventas mensuales están en un rango de 26 a 50 unidades, esta empresa representa el 9% del total de concesionarios de vehículos en el Cusco.

i. ¿Con cuántos trabajadores cuenta su empresa aproximadamente?

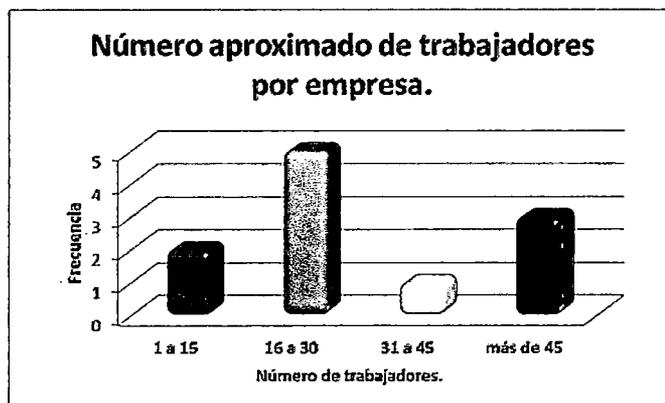
Tabla 3.9

Alternativas	Frecuencia	Porcentaje
1 a 15 trab	2	18%
16 a 30 trab	5	45%
31 a 45 trab	1	9%
más de 45	3	27%
Total	11	100%

Fuente: Elaboración Propia.

Gráfico 3.9

Frecuencias



Porcentajes.



Análisis e Interpretación.

- Se observa que 5 de las empresas encuestadas cuentan con un número de trabajadores en un rango de 16 a 30, las cuales representan el 46% del total de empresas estudiadas.
- Del mismo modo observamos que, 3 de las empresas encuestadas cuentan con más de 45 trabajadores, estas representan el 27% del grupo de empresas en estudio.
- También podemos apreciar que 2 empresas tienen un número que no superan a los 15 trabajadores, estas empresas representan el 18 % de las empresas concesionarios de vehículos del Cusco.
- Por último, se encontró que 1 empresa cuenta con un número de trabajadores comprendidos en un rango de 31 a 45, dicha empresa es el 9% de la totalidad de empresas que componen la industrial vehicular del Cusco.
- Analizando los datos anteriores podemos ver que el número de trabajadores que tiene cada empresa guarda relación directa con el número de unidades vendidas mensualmente por cada empresa.

j. ¿Con qué áreas funcionales cuenta su empresa?

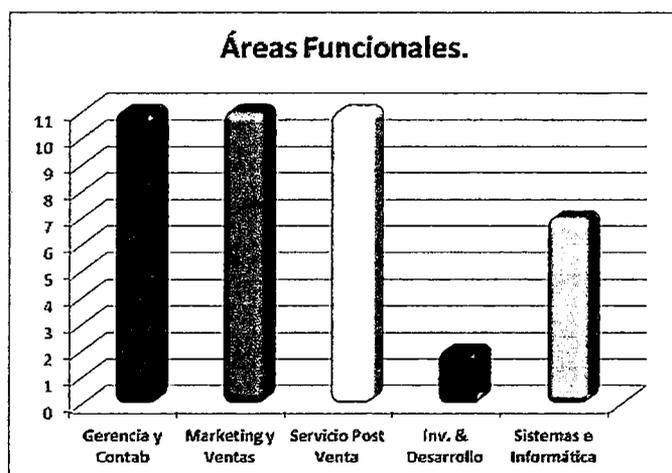
Tabla 3.10

Alternativas	Frecuencia
Gerencia y Contab	11
Marketing y Ventas	11
Servicio Post Venta	11
Investigación & Desarrollo	2
Sistemas e Informática	7

Fuente: Elaboración Propia.

Gráfico 3.10

Frecuencias.



Análisis e Interpretación.

- En la investigación realizada se encontró que la totalidad de empresas incluidas cuentan con 3 áreas funcionales que son Gerencia y Contabilidad, Marketing y Ventas y Servicio Post Venta. Se encontró también que 7 de ellas cuentan además con el área de Sistemas e Informática, enfocado en una mejor administración de la información. Por último, observamos que 2 empresas además de contar con las áreas mencionadas anteriormente

cuentan también con el área de Investigación y Desarrollo, destinado principalmente al mejoramiento de la calidad del servicio.

3.2. ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO.

a. ¿Tiene conocimiento acerca de la estructura de financiamiento?

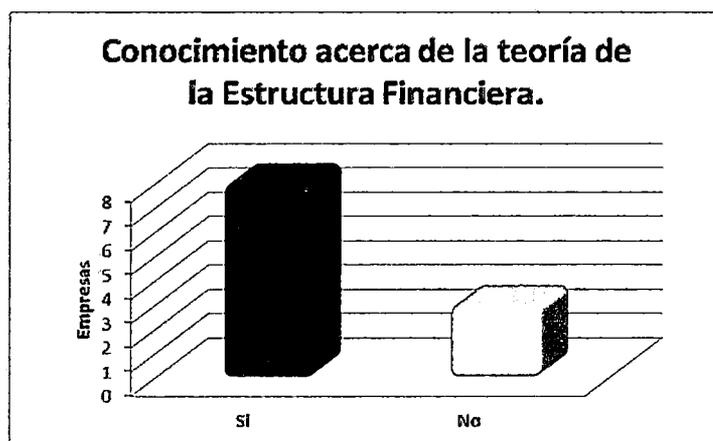
Tabla 3.11

Alternativas	Frecuencia	Porcentaje
Si	8	73%
No	3	27%
Total	11	100%

Fuente: Elaboración Propia.

Gráfico 3.11

Frecuencias.



Porcentajes.



Análisis e Interpretación.

- Del total de gerentes encuestados, 8 de ellos indicaron tener conocimiento acerca de la teoría de la Estructura de Financiamiento, los cuales representan el 73% del total de gerentes encuestados.
- Por otro lado, 3 de los mismos señalaron no tener conocimiento sobre la teoría de la Estructura de Financiamiento, estos constituyen el 27% de la totalidad de gerentes de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco.

b. ¿Cuál es la principal fuente de financiamiento que utiliza su empresa para financiar sus actividades?

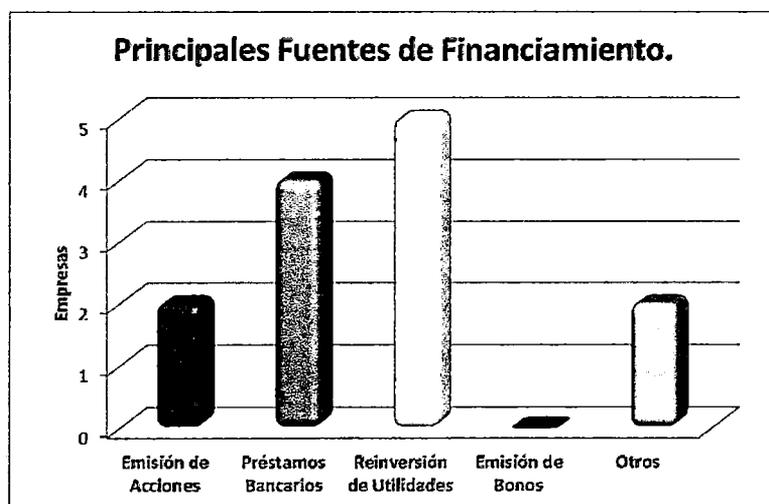
Tabla 3.12

Alternativas	Frecuencia
Emisión de acciones	2
Préstamos Bancarios	4
Reinversión de Utilidades	5
Emisión de Bonos	0
Otros.	2

Fuente: Elaboración Propia

Gráfico 3.12

Frecuencia.



Análisis e Interpretación.

- Realizada la encuesta se halló que la principal fuente de financiamiento utilizada por las empresas concesionarias de vehículos en el Cusco es la reinversión de utilidades, se encontró que 5 empresas optan por esta fuente de financiamiento debido a que los accionistas piensan que reinvertir utilidades es menos riesgoso que utilizar deuda.
- Se encontró que la siguiente fuente de financiamiento más utilizada por estas empresas son los préstamos bancarios debido a que las empresas necesitan dinero rápido para financiar diversas actividades y debido a que no pueden obtener fondos provenientes de los accionistas.
- La tercera fuente de financiamiento a la que más recurren estas empresas es la emisión de acciones, debido a que no desean endeudarse por el riesgo implícito que conlleva la utilización de deuda, otra de las razones que los accionistas no desean reinvertir sus utilidades por diversas razones. Esto lleva a que las empresas busquen nuevos capitales para poder financiarse.
- Se halló que ninguna de las empresas encuestadas recurre a la emisión de bonos por diversas razones como son: Ninguna de estas empresas puede negociar en la bolsa de valores de Lima debido a que su forma societaria no lo permite, también debido a los altos costos que representa negociar en la bolsa como son los costos por auditorías, costos por asesoría financiera, legal, tributaria, etc.
- Por último se observa que hay otras fuentes de financiamiento no identificables a las cuales recurren las empresas concesionarias de vehículos del Cusco.

c. ¿Su empresa utiliza deuda para financiar sus actividades?

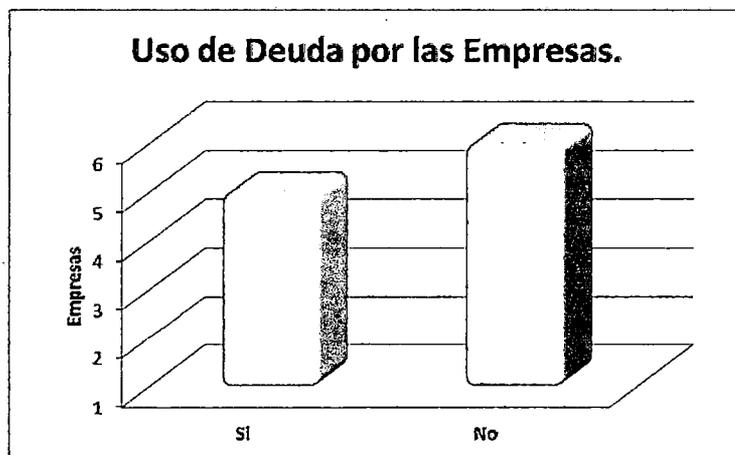
Tabla 3.13

Alternativas	Frecuencia	Porcentaje
Si	5	45%
No	6	55%
Total	11	100%

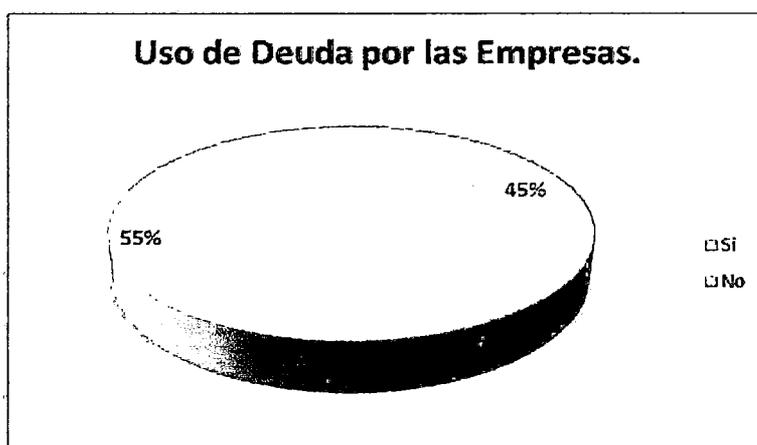
Fuente: Elaboración Propia.

Gráfico 3.13

Frecuencias.



Porcentajes.



Análisis e Interpretación.

- Del estudio realizado se encontró que 5 empresas, las cuales representan el 55%, si utilizan deuda para financiar sus actividades, debido a la necesidad de liquidez para capital de trabajo y diversas operaciones, esta fuente es de más fácil acceso. Además, optan por esta forma de financiamiento debido a que los intereses pagados son aceptados como gastos deducibles para la determinación del impuesto a la renta.
- Las 6 empresas restantes, que representan el 45% del grupo, no incluyen la

deuda como parte de su estructura de financiamiento. Este escenario se presenta debido a motivos como la aversión al riesgo por parte de los gerentes a causa de que el uso de deuda incrementa el riesgo general del negocio.

d. ¿Su deuda es de largo o corto plazo?

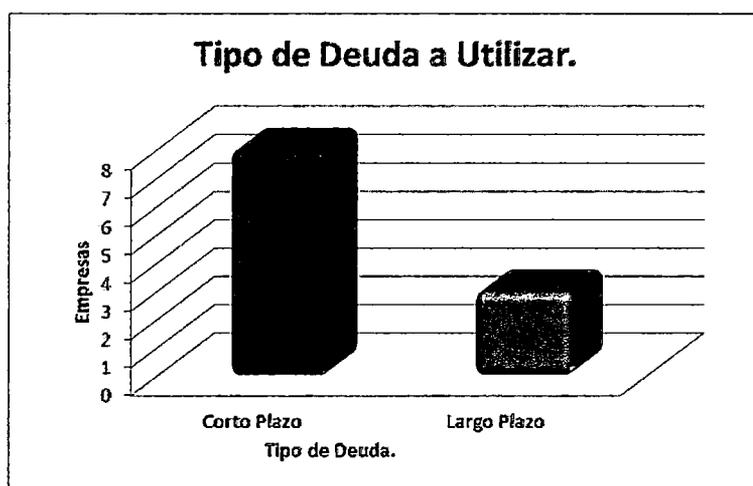
Tabla 3.14

Alternativas	Frecuencia	Porcentaje
Si	8	73%
No	3	27%
Total	11	100%

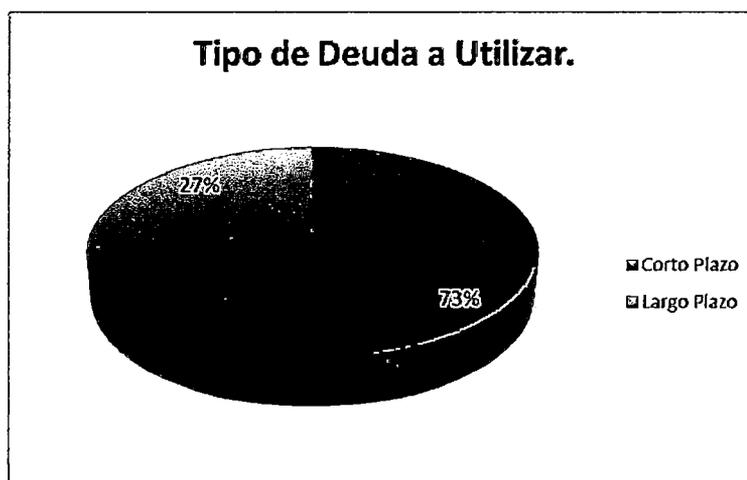
Fuente: Elaboración Propia.

Gráfico 3.14

Frecuencias.



Porcentajes.



Análisis e Interpretación.

- La investigación nos muestra que 8 empresas concesionarias de vehículos del Cusco las cuales representan el 73% del total de ellas utilizan o utilizarían deuda a corto plazo debido a que esta principalmente se destina al capital de trabajo y otras inversiones de corto plazo.
- Por otro lado, 3 de las empresas estudiadas que representan el 27% afirman que utilizan o utilizarían deuda a largo plazo, debido a que destinarían estos fondos a la inversión en activos fijos y proyectos de largo plazo.

e. ¿De qué tipo de entidades adquiere o adquiriría su financiamiento?

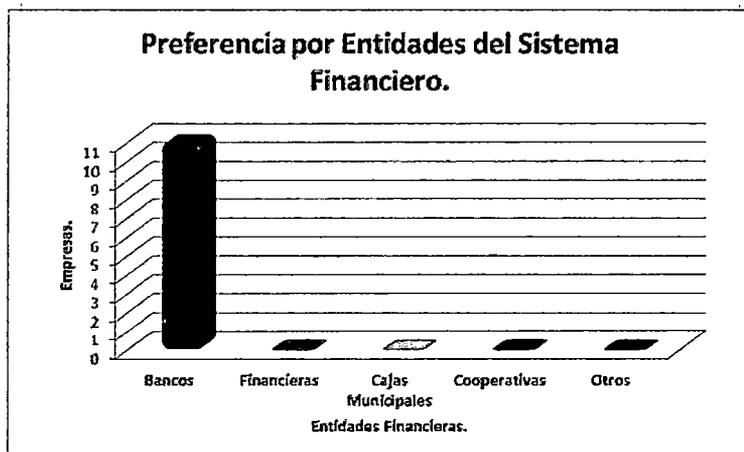
Tabla 3.15

Alternativas	Frecuencia	Porcentaje
Bancos	11	100%
Financieras	0	0%
Cajas Municipales	0	0%
Cooperativas	0	0%
Otros	0	0%
Total	11	100%

Fuente: Elaboración Propia.

Gráfico 3.15

Frecuencias.



Porcentajes.



Análisis e Interpretación.

- El estudio realizado mostró que el total de las empresas adquieren o adquirirían su deuda de bancos debido a que las tasas de interés ofrecida por estos son menores que las de las otras entidades financieras, si bien sabemos que los requisitos exigidos por los bancos son muy estrictos esto no es un impedimento para que las empresas concesionarias de vehículos del Cusco puedan acceder a los créditos.

f. ¿Su empresa planifica su estructura de financiamiento buscando un nivel óptimo de endeudamiento?

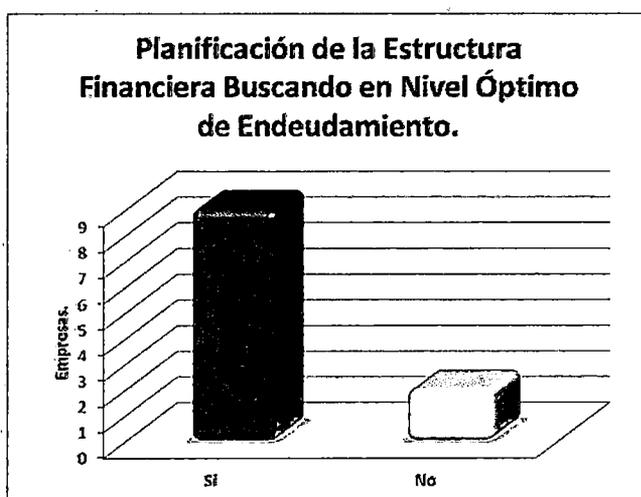
Tabla 3.16

Alternativas	Frecuencia	Porcentaje
Si	9	82%
No	2	18%
Total	11	100%

Fuente: Elaboración Propia.

Gráfico 3.16

Frecuencias.



Porcentajes.



Análisis e Interpretación.

- En los datos anteriores se puede observar que 9 gerentes, que representan el 82% del total de los encuestados, afirman que sus empresas planifican su estructura de financiamiento buscando un nivel óptimo de endeudamiento con el fin de maximizar los beneficios por acción.
- Por otro lado, 2 gerentes los cuales representan el 18% del total de los incluidos en la investigación, afirmaron que sus empresas no planifican su estructura de financiamiento.

g. ¿Los vehículos para la venta, son adquiridos al contado o al crédito?

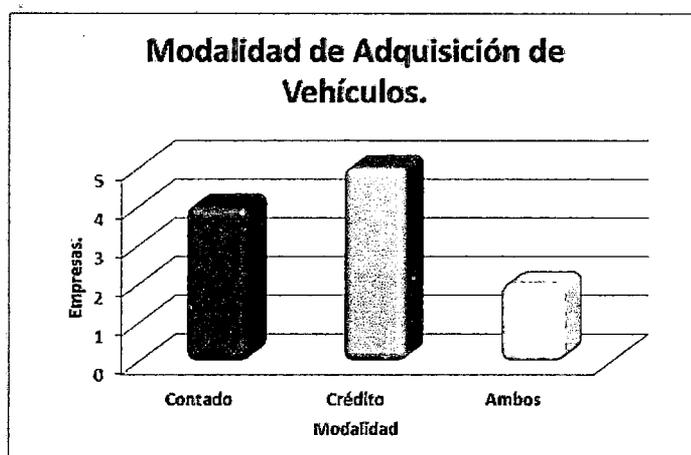
Tabla 3.17

Alternativas	Frecuencia	Porcentaje
Contado	4	36%
Crédito	5	45%
Ambos	2	18%
Total	11	100%

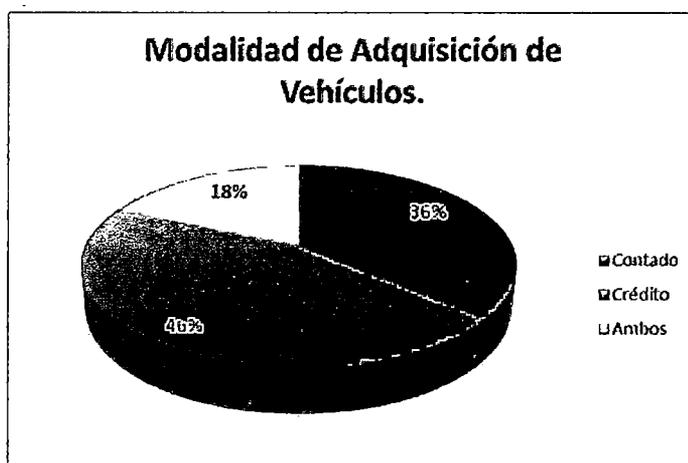
Fuente: Elaboración Propia.

Gráficos 3.17

Frecuencias.



Porcentajes.



Análisis e Interpretación.

- El estudio realizado nos permitió ver que 5 empresas, que representan el 46% del total, adquieren sus vehículos al crédito lo cual indica que tienen deuda como parte de su estructura de financiamiento con sus proveedores que son los concedentes de las marcas.
 - 4 de las empresas, que son el 36% del grupo estudiado, adquieren sus vehículos al contado, esto nos indica que dentro de su estructura de financiamiento no tienen deuda con sus proveedores.
 - Por último 2 de ellas que son el 18% del total, adquieren sus vehículos tanto al contado como al crédito, esto de acuerdo a sus necesidades.
- h. ¿Cree usted que el escudo fiscal generado por la deuda es beneficioso para su empresa?**

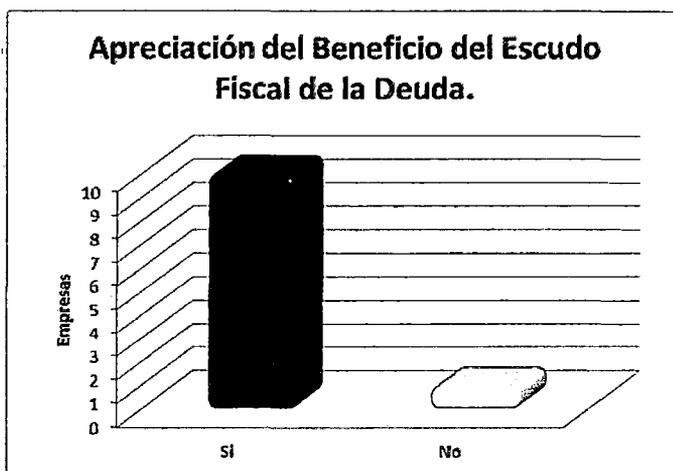
Tabla 3.18

Alternativas	Frecuencia	Porcentaje
Si	10	91%
No	1	9%
Total	11	100%

Fuente: Elaboración Propia.

Gráficos 3.18

Frecuencias.



Porcentajes.



Análisis e Interpretación.

- Se halló que 10 de los 11 encuestados los cuales representan el 91%, afirmaron que el escudo fiscal generado por el uso de la deuda es beneficioso para sus empresas, esto se da debido a que la legislación tributaria en el Perú permite que los intereses pagados sean aceptados como gasto para la determinación del impuesto a la renta. Esto genera que la empresa pague menos impuestos lo cual conlleva a que las utilidades por

acción se incrementen.

- Del mismo modo se halló que uno de los gerentes encuestados que representa el 9% de ellos, estima el escudo fiscal no es beneficioso para su empresa, esto debido a que no utiliza deuda dentro de su estructura de financiamiento.

3.3. Concesión de Marca.

- a. ¿El contrato de concesión de marca es plazo determinado o indeterminado?

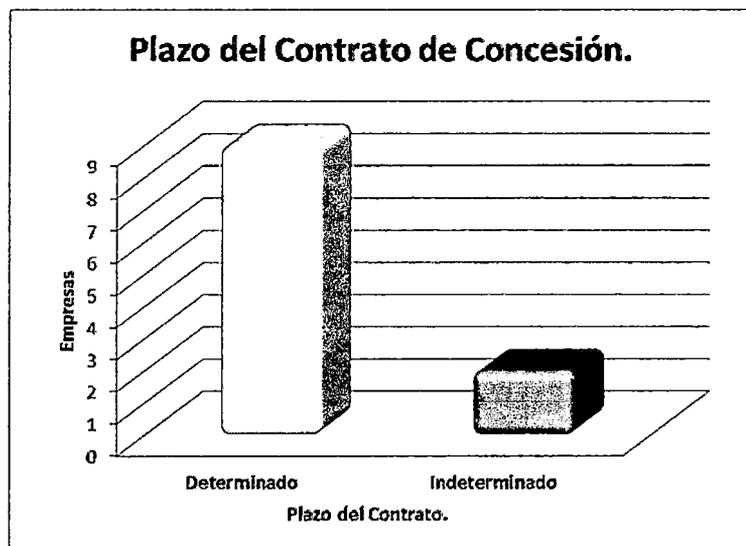
Tabla 3.19

Alternativas	Frecuencia	Porcentaje
Determinado	9	82%
Indeterminado	2	18%
Total	11	100%

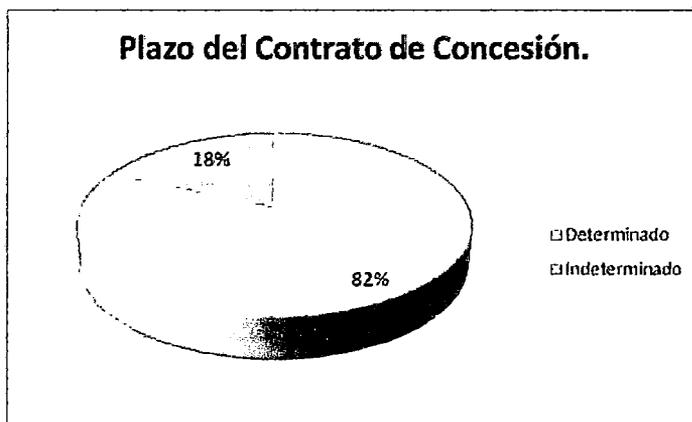
Fuente: Elaboración Propia.

Gráficos 3.19

Frecuencias.



Porcentajes.



Análisis e Interpretación.

- Los resultados de la encuesta nos muestran que 9 de las empresas concesionarias de vehículos en el Cusco, que representan el 82% de todas ellas, han pactado su contrato de concesión de marca a un plazo determinado, esto nos indica que dichas empresas tienen un tiempo límite para hacer uso de la marca, cumplido el tiempo las empresas pueden decidir si renuevan o no el contrato.
 - Los resultados nos mostraron también que 2 de las empresas estudiadas, que son el 18%, han celebrado sus contratos de concesión de marca a un plazo indeterminado, esto quiere decir que no hay un período de tiempo establecido para hacer uso de la marca.
- b. ¿Tiene su empresa contrato de exclusividad de marca (única empresa concesionaria de la región)?**

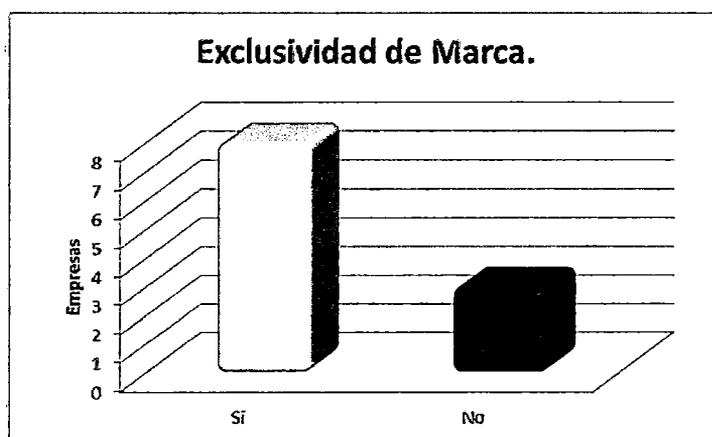
Tabla 3.20

Alternativas	Frecuencia	Porcentaje
Si	8	73%
No	3	27%
Total	11	100%

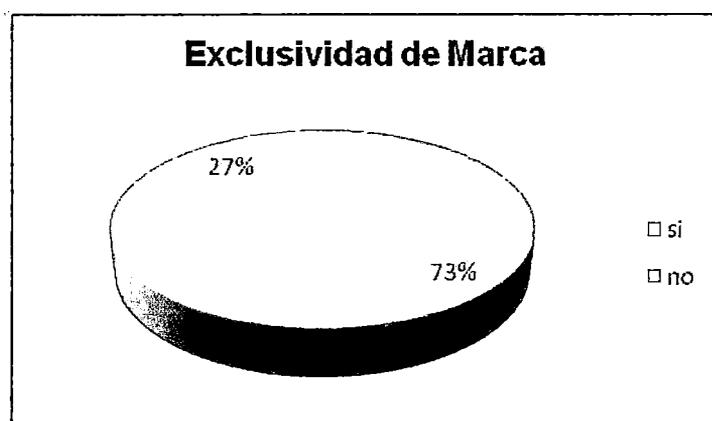
Fuente: Elaboración Propia.

Gráficos 3.20

Frecuencias.



Porcentajes



Análisis e Interpretación.

- En el estudio realizado se encontró que 8 empresas, las cuales son el 73%, tienen un contrato de exclusividad de marca, es decir que son las únicas empresas que pueden vender esa marca dentro de la región.
- Del mismo modo 3 empresas, las cuales representan el 27% del total, no tienen un contrato de exclusividad de marca, es decir que puede haber más de una empresa que concesione la misma marca en la región.

c. ¿Cuántas marcas de vehículos tiene en concesión?

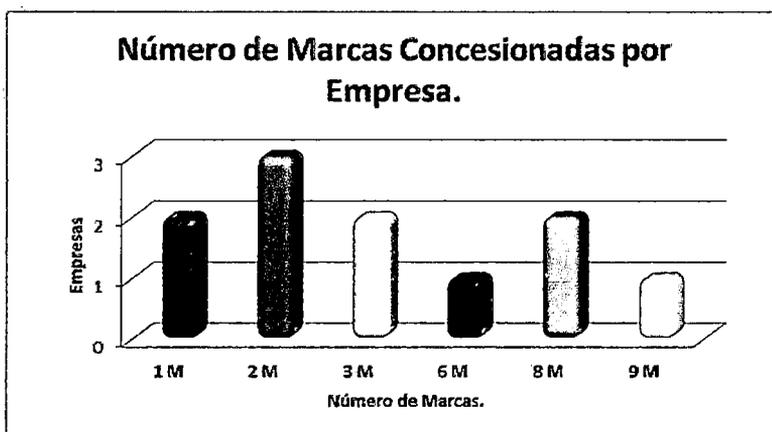
Tabla 3.21

Alternativas	Frecuencia	Porcentaje
1 M	2	18%
2 M	3	27%
3 M	2	18%
6 M	1	9%
8 M	2	18%
9 M	1	9%
Total	11	100%

Fuente: Elaboración Propia.

Gráficos 3.21

Frecuencias.



Porcentajes.



Análisis e Interpretación.

- Realizado el estudio se pudo hallar que hay 3 empresas, que son el 28% del total, que tienen en concesión 2 marcas.
- También se halló que hay 2 empresas que solo concesionan 1 marca, estas representan el 18% del grupo.
- Del mismo modo se halló que 2 empresas concesionan 3 marcas de vehículos, estas empresas representan el 18% de las empresas concesionarias de vehículos en el Cusco.
- Se encontró que 2 empresas tienen contratos de concesión con 8 marcas, estas representan el 18% del total de empresas encuestadas.
- Adicionalmente se encontró que 1 empresa tiene contrato de concesión de vehículos con 6 marcas distintas, esta representa el 9% de empresas incluidas en la investigación.
- Por último se observó que 1 empresa concesionaria de vehículos tiene en concesión 9 marcas de vehículos distintas, esta empresa representa el 9% del total de empresas concesionaria de vehículos del Cusco.

3.4. DE LOS RESULTADOS.

Aplicación Práctica.

Con el fin de demostrar la importancia de la estructura de financiamiento en las empresas concesionarias de vehículos del Cusco, se procederá a exponer el siguiente caso en el cual la empresa concesionaria de vehículos “Vehículos de los Andes S.A.C.” (Nombre con fines de investigación) dicha empresa se dispone a planificar su estructura de financiamiento, para lo cual se pondrá en los siguientes escenarios:

Escenario A: Ausencia de Deuda.

En este escenario la empresa concesionaria Vehículos de los Andes S.A.C. decide financiar sus activos únicamente con recursos propios (aporte de los accionistas). El escenario muestra las siguientes características:

- N° Acciones: 1’548,000 acciones comunes.
- Valor Nominal por acción: S/. 10.00
- Tasa del Impuesto a la Renta: 30%
- Tasa de rendimiento exigida por los accionistas: 12%

Con estos datos tenemos los siguientes Estados Financieros.

Vehículos de los Andes S.A.C.

Estado de situación financiera

Al 31 de diciembre de 2012 y de 2011

	Nota	2012	2011		Nota	2012	2011
		S/.(000)	S/.(000)			S/.(000)	S/.(000)
Activo				Pasivo y patrimonio neto			
Activo corriente				Pasivo corriente			
Efectivo y equivalentes de efectivo		5,000	4,850	Otros pasivos financieros		-	-
Cuentas por cobrar comerciales, neto		2,000	2,100	Cuentas por pagar comerciales		-	-
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas		-	-	Remuneraciones, participación de los trabajadores, tributos y otras cuentas por pagar		-	-
Otras cuentas por cobrar, neto		-	-	Cuentas por pagar a entidades relacionadas		-	-
Inventarios, neto		3,500	3,200	Pasivo por impuestos a las ganancias		-	-
Gastos contratados por anticipado		-	-	Total pasivo corriente		<u>0</u>	<u>0</u>
Total activo corriente		<u>10,500</u>	<u>10,150</u>	Otros pasivos financieros		-	0
Cuentas por cobrar comerciales, neto		-		Pasivo neto por impuestos a las ganancias diferidos		-	-
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas		-		Total pasivo		<u>0</u>	<u>0</u>
Otras cuentas por cobrar, neto		-		Patrimonio neto			
Inversiones		-		Capital social		15,480	15,480
Inmuebles, maquinaria y equipo neto		<u>7,500</u>	<u>7,600</u>	Capital adicional		-	-
Total activo no corriente		<u>7,500</u>	<u>7,600</u>	Reserva legal		-	-
Total activo		<u>18,000</u>	<u>17,750</u>	Otras reservas de patrimonio		-	-
				Resultados acumulados		<u>2,520</u>	<u>2,270</u>
				Total patrimonio neto		<u>18,000</u>	<u>17,750</u>
				Total pasivo y patrimonio neto		<u>18,000</u>	<u>17,750</u>

Vehículos de los Andes S.A.C.

Estado de resultados

Por los años terminados al 31 de diciembre de 2012 y de 2011

	Nota	2012	2011
		S/.(000)	S/.(000)
Ingresos			
Ingresos operativos		10,000	9,423
Ingresos financieros		-	-
Servicios de alquiler		-	-
Total ingresos		<u>10,000</u>	<u>9,423</u>
Costos operativos		6,210	6,000
Gastos Administrativos		95	90
Gastos de Ventas		95	90
Gastos financieros		-	-
Total gastos		<u>6,400</u>	<u>6,180</u>
Utilidad antes del impuesto a la renta por operaciones			
Continuadas		3,600	3,243
Impuesto a las ganancias		<u>1,080</u>	<u>973</u>
Utilidad neta de operaciones continuadas		2,520	2,270
Utilidad neta por operaciones discontinuadas			-
Utilidad neta		<u>2,520</u>	<u>2,270</u>
Utilidad neta por acción básica y diluida (en nuevos soles)		<u>0.162</u>	<u>0.146</u>
Promedio ponderado de acciones en circulación (en miles de unidades)		<u>15,480</u>	<u>15,480</u>
ROE		<u>14%</u>	<u>12.78%</u>

Para determinar el Costo Promedio Ponderado del Capital (CPPC), procedemos a utilizar la fórmula siguiente:

$$K_{CPPC} = \frac{A}{D + A} \times K_A + \frac{D}{D + A} \times K_D \times (1 - 0.30)$$

Dónde:

- K_{CPPC}** : Costo Promedio Ponderado del Capital
- K_A** : Tasa de Rendimiento Exigida por los Accionistas
- K_D** : Tasa de Rendimiento de la Deuda
- A** : Valor de Mercado de las Acciones
- D** : Valor de Mercado de la Deuda
- V** : Valor de Mercado de la Empresa (V=A+D)

Así, tenemos:

$$K_{cppc} = \frac{18000}{0 + 18000} \times 12\% + \frac{0}{0 + 18000} \times K_D \times 0.70 = 12\%$$

Como se puede apreciar de lo anterior, el CPPC resulta igual a la tasa de rendimiento exigida por los accionistas, esto debido a que en este escenario la empresa financia sus activos únicamente con recursos propios, no recurriendo a la utilización de deuda. Así, no se ha podido beneficiar del escudo fiscal generado por el pago de intereses y que es un factor que influye en la determinación del costo financiero de los recursos.

Escenario B: Financiamiento con recursos propios y deuda a corto plazo.

Para este escenario la empresa concesionaria Vehículos de los Andes S.A.C. financiará sus activos con 2 fuentes de financiamiento distintas, Capital Social y Deuda a Corto Plazo. Para esto, la empresa se endeuda y con dichos fondos recompra sus acciones y paga a los accionistas por las acciones recompradas. El escenario muestra las siguientes características.

- Número de Acciones: 1'129,500 acciones comunes.
- Valor Nominal por acción: S/. 10.00
- Deuda a Corto Plazo: S/. 4'500,000.00
- Tasa de la Deuda: 10%
- Plazo: 1 año.
- Tasa del Impuesto a la Renta: 30%
- Tasa de rendimiento exigida por los accionistas.

Con estos datos tenemos los siguientes estados financieros.

Vehículos de los Andes S.A.C.

Estado de situación financiera

Al 31 de diciembre de 2012 y de 2011

	Nota	2012	2011		Nota	2012	2011
		S/.(000)	S/.(000)			S/.(000)	S/.(000)
Activo				Pasivo y patrimonio neto			
Activo corriente				Pasivo corriente			
Efectivo y equivalentes de efectivo		5,000	4,850	Otros pasivos financieros		4,500	-
Cuentas por cobrar comerciales, neto		2,000	2,100	Cuentas por pagar comerciales		-	-
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas		-	-	Remuneraciones, participación de los trabajadores, tributos y otras cuentas por pagar		-	-
Otras cuentas por cobrar, neto		-	-	Cuentas por pagar a entidades relacionadas		-	-
Inventarios, neto		3,500	3,200	Pasivo por impuestos a las ganancias		-	-
Gastos contratados por anticipado		-	-	Total pasivo corriente		<u>4,500</u>	<u>0</u>
Total activo corriente		<u>10,500</u>	<u>10,150</u>	Otros pasivos financieros		-	-
Cuentas por cobrar comerciales, neto		-	-	Pasivo neto por impuestos a las ganancias diferidos		-	-
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas		-	-	Total pasivo		<u>4,500</u>	<u>0</u>
Otras cuentas por cobrar, neto		-	-	Patrimonio neto			
Inversiones		-	-	Capital social		11,295	15,480
Inmuebles, maquinaria y equipo neto		<u>7,500</u>	<u>7,600</u>	Capital adicional		-	-
Total activo no corriente		<u>7,500</u>	<u>7,600</u>	Reserva legal		-	-
Total activo		<u>18,000</u>	<u>17,750</u>	Otras reservas de patrimonio		-	-
				Resultados acumulados		<u>2,205</u>	<u>2,270</u>
				Total patrimonio neto		<u>13,500</u>	<u>17,750</u>
				Total pasivo y patrimonio neto		<u>18,000</u>	<u>17,750</u>

Vehículos de los Andes S.A.C.

Estado de resultados

Por los años terminados al 31 de diciembre de 2012 y de 2011

	Nota	2012	2011
		S/.(000)	S/.(000)
Ingresos			
Ingresos operativos		10,000	9,423
Ingresos financieros		-	-
Servicios de alquiler		-	-
Total ingresos		<u>10,000</u>	<u>9,423</u>
Costos operativos		6,210	6,000
Gastos Administrativos		95	90
Gastos de Ventas		95	90
Gastos financieros		450	-
Total gastos		<u>6,850</u>	<u>6,180</u>
Utilidad antes del impuesto a la renta por operaciones continuadas		3,150	3,243
Impuesto a las ganancias		945	973
Utilidad neta de operaciones continuadas		<u>2,205</u>	<u>2,270</u>
Utilidad neta por operaciones discontinuadas			
Utilidad neta		<u>2,205</u>	<u>2,270</u>
Utilidad neta por acción básica y diluida (en nuevos soles)		<u>0.195</u>	<u>0.146</u>
Promedio ponderado de acciones en circulación (en miles de unidades)		<u>11,295</u>	<u>15,480</u>
ROE		<u>16.33%</u>	<u>12.78%</u>

De acuerdo con la Proposición II de MM al incorporar deuda en la estructura de financiamiento de una empresa, se eleva la tasa de rendimiento exigida por los accionistas, dado que el riesgo de los tenedores de capital accionario se eleva, por lo que estos exigirán un mayor rendimiento. Para la determinación de este nuevo rendimiento exigido, aplicaremos la siguiente fórmula:

$$K_A = K_D + \frac{D}{A} (K_D - K_D)(1 - 0.30)$$

Dónde:

- K_A** : Tasa de Rendimiento Exigida por los Accionistas de una Empresa Apalancada.
- K_D** : Tasa de Rendimiento de la Deuda.
- K₀** : Costo Promedio Ponderado del Capital de una Empresa no Apalancada.
- A** : Valor de Mercado de las Acciones.
- D** : Valor de Mercado de la Deuda.

Así, tenemos:

$$K_A = 12\% + \frac{4500}{13500} (12\% - 10\%) (1 - 0.30) = 12.47\%$$

Esta nueva tasa de rendimiento es para compensar el mayor riesgo asumido por los accionistas.

Para determinar el Costo Promedio Ponderado del Capital (CPPC), procedemos a utilizar nuevamente la fórmula anterior:

$$K_{CPPC} = \frac{A}{D + A} \times K_A + \frac{D}{D + A} \times K_D \times (1 - 0.30)$$

Dónde:

- K_{CPPC}** : Costo Promedio Ponderado del Capital
- K_A** : Tasa de Rendimiento Exigida por los Accionistas
- K_D** : Tasa de Rendimiento de la Deuda
- A** : Valor de Mercado de las Acciones
- D** : Valor de Mercado de la Deuda
- V** : Valor de Mercado de la Empresa (V=A+D)

Así, tenemos:

$$\begin{aligned} K_{CPPC} &= \frac{13500}{13500 + 4500} \times 12.47\% + \frac{4500}{13500 + 4500} \times 10\% (1 - 0.30) \\ &= 11.1025\% \end{aligned}$$

Como se puede apreciar, el CPPC ha disminuido con respecto al escenario anterior, esto debido a que la incorporación de deuda en la estructura de financiamiento ha tenido un efecto lo suficientemente grande en la reducción del costo financiero de la misma mayor al mayor al nuevo rendimiento exigido por los accionistas, lo cual se manifiesta en un CPPC más bajo.

Escenario C: Financiamiento con recursos propios y deuda a largo plazo.

Para este escenario la empresa concesionaria Vehículos de los Andes S.A.C. financiará sus activos con 2 fuentes de financiamiento distintas, Capital Social y Deuda a Largo Plazo. Para esto, la empresa se endeuda y con dichos fondos recompra sus acciones y paga a los accionistas por las acciones recompradas. El escenario muestra las siguientes características.

- Número de Acciones: 1'135,800 acciones comunes.
- Valor Nominal por acción: S/. 10.00
- Deuda a Largo Plazo: S/. 4'500,000.00
- Tasa de la Deuda: 11.50%
- Plazo: 2 años.
- Tasa del Impuesto a la Renta: 30%

Con estos datos tenemos los siguientes estados financieros.

Vehículos de los Andes S.A.C.

Estado de situación financiera

Al 31 de diciembre de 2012 y de 2011

	Nota	2012	2011		Nota	2012	2011
		S/.(000)	S/.(000)			S/.(000)	S/.(000)
Activo				Pasivo y patrimonio neto			
Activo corriente				Pasivo corriente			
Efectivo y equivalentes de efectivo		5,000	4,850	Otros pasivos financieros		-	-
Cuentas por cobrar comerciales, neto		2,000	2,100	Cuentas por pagar comerciales		-	-
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas		-	-	Remuneraciones, participación de los trabajadores, tributos y otras cuentas por pagar		-	-
Otras cuentas por cobrar, neto		-	-	Cuentas por pagar a entidades relacionadas		-	-
Inventarios, neto		3,500	3,200	Pasivo por impuestos a las ganancias		-	-
Gastos contratados por anticipado		-	-	Total pasivo corriente		<u>0</u>	<u>0</u>
Total activo corriente		<u>10,500</u>	<u>10,150</u>	Otros pasivos financieros		4,500	0
Cuentas por cobrar comerciales, neto		-	-	Pasivo neto por impuestos a las ganancias diferidos		-	-
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas		-	-	Total pasivo		<u>4,500</u>	<u>0</u>
Otras cuentas por cobrar, neto		-	-	Patrimonio neto			
Inversiones		-	-	Capital social		11,358	15,480
Inmuebles, maquinaria y equipo neto		<u>7,500</u>	<u>7,600</u>	Capital adicional		-	-
Total activo no corriente		<u>7,500</u>	<u>7,600</u>	Reserva legal		-	-
Total activo		<u>18,000</u>	<u>17,750</u>	Otras reservas de patrimonio		-	-
				Resultados acumulados		2,142	2,270
				Total patrimonio neto		<u>13,500</u>	<u>17,750</u>
				Total pasivo y patrimonio neto		<u>18,000</u>	<u>17,750</u>

Vehículos de los Andes S.A.C.

Estado de resultados

Por los años terminados al 31 de diciembre de 2012 y de 2011

	Nota	2012	2011
		S/.(000)	S/.(000)
Ingresos			
Ingresos operativos		10,000	9,423
Ingresos financieros		-	-
Servicios de alquiler		-	-
Total ingresos		<u>10,000</u>	<u>9,423</u>
Costo operativos		6,210	6,000
Gastos Administrativos		95	90
Gastos de Ventas		95	90
Gastos financieros		540	-
Total gastos		<u>6,940</u>	<u>6,180</u>
Utilidad antes del impuesto a la renta por operaciones continuas		3,060	3,243
Impuesto a las ganancias		918	973
Utilidad neta de operaciones continuas		<u>2,142</u>	<u>2,270</u>
Utilidad neta por operaciones discontinuadas			
Utilidad neta		<u>2,142</u>	<u>2,270</u>
Utilidad neta por acción básica y diluida (en nuevos soles)		<u>0.189</u>	<u>0.146</u>
Promedio ponderado de acciones en circulación (en miles de unidades)		<u>11,358</u>	<u>15,480</u>
ROE		<u>15.87%</u>	<u>12.78%</u>

De acuerdo con la Proposición II de MM al incorporar deuda en la estructura de financiamiento de una empresa, se eleva la tasa de rendimiento exigida por los accionistas, dado que el riesgo de los tenedores de capital accionario se eleva, por lo que estos exigirán un mayor rendimiento. Para la determinación de este nuevo rendimiento exigido, aplicaremos nuevamente la siguiente fórmula:

$$K_A = K_D + \frac{D}{A} (K_D - K_D)(1 - 0.30)$$

Dónde:

- K_A : Tasa de Rendimiento Exigida por los Accionistas de una Empresa Apalancada.
- K_D : Tasa de Rendimiento de la Deuda.
- K_0 : Costo Promedio Ponderado del Capital de una Empresa no Apalancada.
- A : Valor de Mercado de las Acciones.
- D : Valor de Mercado de la Deuda.

Así, tenemos:

$$K_A = 12\% + \frac{4500}{13500} (12\% - 11.50\%)(1 - 0.30) = 12.117\%$$

Esta nueva tasa de rendimiento es para compensar el mayor riesgo asumido por los accionistas.

Para determinar el Costo Promedio Ponderado del Capital (CPPC), procedemos a utilizar nuevamente la fórmula anterior:

Dónde:

- K_{CPPC} : Costo Promedio Ponderado del Capital
- K_A : Tasa de Rendimiento Exigida por los Accionistas
- K_D : Tasa de Rendimiento de la Deuda
- A : Valor de Mercado de las Acciones
- D : Valor de Mercado de la Deuda
- V : Valor de Mercado de la Empresa ($V=A+D$)

Así, tenemos:

$$K_{cppc} = \frac{13500}{13500 + 4500} \times 12.117\% + \frac{4500}{13500 + 4500} \times 11.50\%(1 - 0.30) = 11.1003\%$$

Como podemos notar, el CCPC se ha reducido incluso más que en escenario anterior, dado que al ser mayor la tasa de la deuda, se genera una reducción más grande en el costo financiero de la misma.

Escenario D: Financiamiento con recursos propios y deudas a corto y largo plazo.

Para este escenario la empresa concesionaria Vehículos de los Andes S.A.C. financiará sus activos con 2 fuentes de financiamiento distintas, Capital Social y Deudas a Corto y Largo Plazo. Para esto, la empresa se endeuda y con dichos fondos recompra sus acciones y paga a los accionistas por las acciones recompradas. El escenario muestra las siguientes características.

- Número de Acciones: 1'132,700 acciones comunes.
- Valor Nominal por acción: S/. 10.00
- Deuda a Corto Plazo: S/. 2'250,000.00
- Deuda a Largo Plazo: S/. 2'250,000.00
- Tasa de la Deuda Corto Plazo: 10%
- Tasa de la Deuda Largo Plazo: 11.50%
- Plazo Deuda a corto plazo: 1 año.
- Plazo Deuda a largo plazo: 2 años.
- Tasa del Impuesto a la Renta: 30%

Con estos datos tenemos los siguientes estados financieros.

Vehículos de los Andes S.A.C.

Estado de situación financiera

Al 31 de diciembre de 2012 y de 2011

	Nota	2012	2011		Nota	2012	2011
		S/.(000)	S/.(000)			S/.(000)	S/.(000)
Activo				Pasivo y patrimonio neto			
Activo corriente				Pasivo corriente			
Efectivo y equivalentes de efectivo		5,000	4,850	Otros pasivos financieros		2,250	-
Cuentas por cobrar comerciales, neto		2,000	2,100	Cuentas por pagar comerciales		-	-
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas		-	-	Remuneraciones, participación de los trabajadores, tributos y otras cuentas por pagar		-	-
Otras cuentas por cobrar, neto		-	-	Cuentas por pagar a entidades relacionadas		-	-
Inventarios, neto		3,500	3,200	Pasivo por impuestos a las ganancias		-	-
Gastos contratados por anticipado		-	-	Total pasivo corriente		<u>2,250</u>	<u>0</u>
Total activo corriente		<u>10,500</u>	<u>10,150</u>	Otros pasivos financieros		2,250	0
Cuentas por cobrar comerciales, neto		-	-	Pasivo neto por impuestos a las ganancias diferidos		-	-
Cuentas por cobrar a entidades relacionadas		-	-	Total pasivo		<u>4,500</u>	<u>0</u>
Otras cuentas por cobrar, neto		-	-	Patrimonio neto			
Inversiones		-	-	Capital social		11,327	15,480
Inmuebles, neto		<u>7,500</u>	<u>7,600</u>	Capital adicional		-	-
Total activo no corriente		<u>7,500</u>	<u>7,600</u>	Reserva legal		-	-
Total activo		<u>18,000</u>	<u>17,750</u>	Otras reservas de patrimonio		-	-
				Resultados acumulados		<u>2,173</u>	<u>2,270</u>
				Total patrimonio neto		<u>13,500</u>	<u>17,750</u>
				Total pasivo y patrimonio neto		<u>18,000</u>	<u>17,750</u>

Vehículos de los Andes S.A.C.

Estado de resultados

Por los años terminados al 31 de diciembre de 2012 y de 2011

	Nota	2012	2011
		S/.(000)	S/.(000)
Ingresos			
Ingresos operativos		10,000	9,423
Ingresos financieros		-	-
Servicios de alquiler		-	-
Total ingresos		<u>10,000</u>	<u>9,423</u>
Costo operativos		6,210	6,000
Gastos Administrativos		95	90
Gastos de Ventas		95	90
Gastos financieros		495	-
Total gastos		<u>6,895</u>	<u>6,180</u>
Utilidad antes del impuesto a la renta por operaciones continuas		3,105	3,243
Impuesto a las ganancias		<u>932</u>	<u>973</u>
Utilidad neta de operaciones continuadas		2,173	2,270
Utilidad neta por operaciones discontinuadas			
Utilidad neta		<u>2,173</u>	<u>2,270</u>
Utilidad neta por acción básica y diluida (en nuevos soles)		<u>0.192</u>	<u>0.146</u>
Medio ponderado de acciones en circulación (en miles de unidades)		<u>11,327</u>	<u>15,480</u>
ROE		<u>16.10%</u>	<u>12.78%</u>

Previamente de la determinación de la nueva tasa de rendimiento exigida por los accionistas, debemos de establecer el costo ponderado de las deudas dado que tenemos dos tipos de deuda con dos tasas distintas, siguiendo con el procedimiento siguiente:

Tipo de Deuda	Monto (en miles de nuevos soles)	Participación en el total de la deuda (%)	Tasa	Tasa Ponderada
Corto Plazo	2250.00	50%	10.00%	5.00%
Largo Plazo	2250.00	50%	11.50%	5.75%
Total	4500.00	100%		10.75%

Fuente: Elaboración Propia

Ahora, con esta último dato, procedemos a calcular el mayor rendimiento exigido por los accionistas, aplicando la fórmula señalada anteriormente:

$$K_A = K_0 + \frac{D}{A} (K_0 - K_D)(1 - 0.30)$$

Dónde:

- K_A** : Tasa de Rendimiento Exigida por los Accionistas de una Empresa Apalancada.
- K_D** : Tasa de Rendimiento de la Deuda.
- K₀** : Costo Promedio Ponderado del Capital de una Empresa no Apalancada.
- A** : Valor de Mercado de las Acciones.
- D** : Valor de Mercado de la Deuda.

Así, tenemos:

$$K_A = 12\% + \frac{4500}{13500} (12\% - 10.75\%)(1 - 0.30) = 12.2917\%$$

Esta nueva tasa de rendimiento es para compensar el mayor riesgo asumido por los accionistas.

Para determinar el Costo Promedio Ponderado del Capital (CPPC), procedemos a utilizar nuevamente la fórmula anterior:

Dónde:

- K_{CPPC}** : Costo Promedio Ponderado del Capital
- K_A** : Tasa de Rendimiento Exigida por los Accionistas
- K_D** : Tasa de Rendimiento de la Deuda
- A** : Valor de Mercado de las Acciones
- D** : Valor de Mercado de la Deuda
- V** : Valor de Mercado de la Empresa (V=A+D)

Así, tenemos:

$$K_{cppc} = \frac{13500}{13500 + 4500} \times 12.291\% + \frac{4500}{13500 + 4500} \times 10.75\%(1 - 0.30) \\ = 11.100025\%$$

Este CPPC también ha disminuido dado que, nuevamente, con la presencia de deuda se logra la reducción del costo financiero de las fuentes de financiamiento.

CASO FERREYCORP S.A.A.

ESCENARIO A: PRESENCIA DE DEUDA EN SU ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO.

A continuación presentamos sus EE.FF.
auditados:

Ferreycorp S.A.A. y subsidiarias

Estado consolidado de situación financiera

Al 31 de diciembre de 2012 y de 2011

	Nota	2012	2011		Nota	2012	2011
		S/.(000)	S/.(000)			S/.(000)	S/.(000)
Activo				Pasivo y patrimonio neto			
Activo corriente				Pasivo corriente			
Efectivo y equivalentes de efectivo	5	173,343	68,228	Otros pasivos financieros	12	959,080	738,555
Cuentas por cobrar comerciales, neto	6	761,220	647,619	Cuentas por pagar comerciales	13	445,474	394,206
Otras cuentas por cobrar, neto	7	122,061	88,407	Anticipos, remuneraciones y otras cuentas por pagar	14	477,141	414,011
Inventarios, neto	8	1,535,119	1,223,181	Pasivo por impuestos a las ganancias	15(d)	2,893	23,409
Gastos contratados por anticipado		<u>21,647</u>	<u>17,870</u>	Total pasivo corriente		<u>1,884,588</u>	<u>1,570,181</u>
Total activo corriente		<u>2,613,390</u>	<u>2,045,305</u>	Otros pasivos financieros	12	727,947	676,632
Cuentas por cobrar comerciales, neto	6	29,126	77,718	Otras cuentas por pagar		3,450	5,649
Otras cuentas por cobrar, neto	7	6,811	8,138	Pasivo diferido por impuestos a las ganancias, neto	15	31,172	33,551
Inversiones	9	71,002	78,294	Ingresos diferidos		<u>1,729</u>	<u>7,525</u>
Inmuebles, maquinaria y equipo neto	10	1,163,417	1,103,883	Total pasivo		<u>2,648,886</u>	<u>2,293,538</u>
Intangibles, neto	11	73,272	13,937	Patrimonio neto	16		
Crédito mercantil, neto	11	115,261	31,649	Capital social		803,235	623,635
Total activo no corriente		<u>1,458,889</u>	<u>1,313,619</u>	Capital adicional		137,266	26,090
Total activo		<u>4,072,279</u>	<u>3,358,924</u>	Otras reservas de patrimonio		128,061	129,443
				Reserva legal		82,179	63,692
				Resultados acumulados		276,525	221,324
				Reserva por traslación		-3,873	1,202
				Total patrimonio neto		<u>1,423,393</u>	<u>1,065,386</u>
				Total pasivo y patrimonio neto		<u>4,072,279</u>	<u>3,358,924</u>

Ferreycorp S.A.A. y subsidiarias

Estado consolidado de resultados

Por los años terminados al 31 de diciembre de 2012 y de 2011

	Nota	2012	2011
		S/.(000)	S/.(000)
Ventas netas	17	4,670,004	3,826,001
Otros ingresos operacionales		1,835	1,723
Total ingresos operativos		4,671,839	3,827,724
Costo de ventas	17	3,750,438	3,021,509
Utilidad bruta		921,401	806,215
Gastos de ventas	18	-457,645	-359,098
Gastos administrativos	19	-194,598	-177,946
Otros ingresos y gastos, neto		32,267	8,579
Utilidad operativa		301,425	277,750
Ingresos financieros	21	21,453	30,505
Gastos financieros	22	-90,013	-79,687
Diferencia en cambio, neta	4	79,194	47,560
Participación en los resultados en asociadas bajo el método de participación	9	3,124	8260
Utilidad antes del impuesto a las ganancias		315,183	284,388
Impuesto a las ganancias	15(b)	94,760	89,357
Utilidad neta		220,423	195,031
Utilidad neta por acción básica y diluida (en nuevos soles)	23	0.278	0.268
Promedio ponderado de acciones en circulación (en miles de unidades)	23	793,889	728,467
ROE		27.80%	26.80%

Previamente a la determinación de la tasa de rendimiento exigida por los accionistas para este tipo de empresa, debemos de establecer el costo ponderado de sus diversas fuentes de financiamiento dado que tienen diferentes tasas de interés (extraídas de las notas 12a, 12b y 12c de sus EE.FF. auditados), tal y como se muestra a continuación:

DEUDAS CON ENTIDADES BANCARIAS						
ENTIDAD BANCARIA	IMPORTE S/.(000)	% PARTICIPACIÓN	TASA PROMEDIO DE INTERÉS EFECTIVA ANUAL FIJA (%)			TASA PONDERADA (%)
			MÍNIMA	MÁXIMA	PROMEDIO	
Banco Crédito del Perú S.A.A. – BCP	108,319	18.41%	2.34	7.50	4.92	0.91
Mercantil Commercebank – EE.UU.	99,634	16.94%		1.71	1.71	0.29
Banco ITAU BBA – Brasil	88,010	14.96%	2.52	3.35	2.94	0.44
BBVA Banco Continental	70,514	11.99%	2.25	8.75	5.50	0.66
Banco Internacional del Perú – Interbank	64,431	10.95%	2.70	4.07	3.39	0.37
BCI – Chile	25,510	4.34%	0.00	0.00	0.00	0.00
Banco de América Central – Guatemala y El Salvador	20,089	3.41%	3.75	4.00	3.88	0.13
Banco Financiero	17,950	3.05%	4.35	5.18	4.77	0.15
Santander Overseas Bank	17,857	3.04%		2.78	2.78	0.08
Banco Santander Central Hispano	17,061	2.90%		4.04	4.04	0.12
Banco Internacional del Perú – Interbank	14,063	2.39%		4.50	4.50	0.11
Scotiabank del Perú	11,980	2.04%	3.67	4.87	4.27	0.09
Banco Interamericano de Finanzas - BIF	11,971	2.03%		4.01	4.01	0.08
Banco HSBC – Perú	11,838	2.01%	3.35	4.84	4.10	0.08
HSBC Bank - El Salvador	4,974	0.85%		4.75	4.75	0.04
Caterpillar Leasing - Chile	1,817	0.31%		2.93	2.93	0.01
Citibank – El Salvador	1,403	0.24%		4.00	4.00	0.01
Grupo Financiero de Occidente - Guatemala	829	0.14%		5.00	5.00	0.01
Ford Motor Credit Company – EE.UU.	42	0.01%	4.00	9.00	6.50	0.00
TOTALES	588,292	100.00%				3.57

Fuente: Elaboración Propia

BONOS Y DEUDAS CON ENTIDADES BANCARIAS A LARGO PLAZO						
ACREEDOR	IMPORTE S/.(000)	% PARTICIPACIÓN	TASA PROMEDIO DE INTERÉS EFECTIVA ANUAL FIJA(%)			TASA PONDERADA(%)
			MÍNIMA	MÁXIMA	PROMEDIO	
Bonos Ferreyros						
Primer Programa de Bonos Corporativos						
Sexta emisión, Serie B		0.00%		7.313	7.313	0.000
Segundo Programa de Bonos Corporativos						
Primera emisión, Serie B	38,265	3.48%		4.688	4.688	0.163
Primera emisión, Serie C	25,510	2.32%		4.563	4.563	0.106
Primera emisión, Serie D	38,265	3.48%		4.000	4.000	0.139
Séptima emisión, Serie A	42,094	3.83%		5.563	5.563	0.213
Séptima emisión, Serie B	46,339	4.22%		5.750	5.750	0.243
Primera emisión, Serie A		0.00%		4.625	4.625	0.000
Caterpillar Financiamiento	288,872	26.30%	5.190	6.350	5.770	1.517
Caterpillar Financiamiento	191,325	17.42%	3.450	5.200	4.325	0.753
Caterpillar Crédito S.A. de C.V.	27,892	2.54%	3.010	6.000	4.505	0.114
Pagarés con instituciones locales y del exterior	322,022	29.32%	3.450	7.750	5.600	1.642
Arrendamientos financieros	71,189	6.48%	4.080	6.800	5.440	0.353
Otros financiamientos 5.05	6,706	0.61%		5.050	5.050	0.031
TOTALES	1,098,479	100.00%				5.27

Fuente: Elaboración Propia

PARTIDA DE LOS EE.FF.	IMPORTE S/.(000)	% PARTICIPACIÓN	TASA PROMEDIO ANUAL	TASA PONDERADA %
Deudas con entidades bancarias	588,292	22.21%	3.57	0.79
Bonos y deuda a largo plazo(parte corriente)	370,532	13.99%	5.27	0.74
Facturas y letras por pagar	445,474	16.82%	2.34	0.39
Bonos y deuda a largo plazo	727,947	27.48%	5.27	1.45
Otras partidas sin costo financiero	516,641	19.50%	0.00	0.00
TOTALES	2,648,886	100.00%		3.37

Fuente: Elaboración Propia

A continuación procedemos a calcular la tasa de rendimiento no apalancada exigida por los accionistas para este tipo de empresa usando el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model):

$$K_A = R_f + B \cdot (R_m - R_f) + R_p$$

Donde:

- KA:** Rendimiento exigido por los accionistas.
- Rf:** Tasa Libre de Riesgo (Retorno de los bonos del tesoro norteamericano).
- B:** Beta del Sector.
- Rm:** Rendimiento de Mercado (Rendimiento del S&P 500)
- Rp:** Tasa de Riesgo País

Así, tenemos:

$$K_A = 2.97\%^{44} + 0.66^{45} \cdot (15.89\%^{46} - 2.97\%) + 1.57\%^{47} = 13.07\%$$

Ahora calculamos el rendimiento exigido por los accionistas cuando existe deuda dentro de su estructura de financiamiento utilizando para ello la fórmula establecida en la proposición II de MM:

$$K_A = K_D + \frac{D}{A} (K_D - K_D) (1 - 0.30)$$

⁴⁴http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html

⁴⁵http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

⁴⁶http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html

⁴⁷ www.bcrp.gob.pe/docs/Estadisticas/Cuadros-Estadisticos/NC_037.xls

Dónde:

- K_A : Tasa de Rendimiento Exigida por los Accionistas de una Empresa Apalancada.
- K_D : Tasa de Rendimiento de la Deuda.
- K_0 : Costo Promedio Ponderado del Capital de una Empresa no Apalancada.
- A : Valor de Mercado de las Acciones.
- D : Valor de Mercado de la Deuda.

Así, tenemos:

$$K_A = 13.07\% + \frac{2'648,886}{1'423,393} (13.07\% - 3.37\%) (1 - 0.30) = 25.71\%$$

Esta nueva tasa de rendimiento es para compensar el mayor riesgo asumido por los accionistas.

Para la determinación del Costo Promedio Ponderado del Capital (CPPC), utilizaremos la fórmula mencionada anteriormente:

$$K_{CPPC} = \frac{A}{D + A} \times K_A + \frac{D}{D + A} \times K_D \times (1 - 0.30)$$

Dónde:

- K_{CPPC} : Costo Promedio Ponderado del Capital
- K_A : Tasa de Rendimiento Exigida por los Accionistas
- K_D : Tasa de Rendimiento de la Deuda
- A : Valor de Mercado de las Acciones
- D : Valor de Mercado de la Deuda
- V : Valor de Mercado de la Empresa ($V=A+D$)

$$K_{CPPC} = \frac{1'423,393}{1'423,393 + 2'648,886} \times 25.71\% + \frac{2'648,886}{1'423,393 + 2'648,886} \times 3.37\% \times (1 - 0.30) = 10.52\%$$

Como veremos, esta tasa es menor que la tasa del CPPC que obtendremos a continuación cuando la empresa usa únicamente recursos propios.

CASO FERREYCORP S.A.A.

ESCENARIO B: FINANCIAMIENTO ÚNICAMENTE CON RECURSOS PROPIOS

Mostramos a continuación sus EE.FF.:

Ferreycorp S.A.A. y subsidiarias

Estado consolidado de situación financiera

Al 31 de diciembre de 2012 y de 2011

	Nota	2012	2011		Nota	2012	2011
		S/.(000)	S/.(000)			S/.(000)	S/.(000)
Activo				Pasivo y patrimonio neto			
Activo corriente				Pasivo corriente			
Efectivo y equivalentes de efectivo	5	173,343	68,228	Otros pasivos financieros	12	-	738,555
Cuentas por cobrar comerciales, neto	6	761,220	647,619	Cuentas por pagar comerciales	13	-	394,206
Otras cuentas por cobrar, neto	7	122,061	88,407	Anticipos, remuneraciones y otras cuentas por pagar	14	-	414,011
Inventarios, neto	8	1,535,119	1,223,181	Pasivo por impuestos a las ganancias	15(d)	-	23,409
Gastos contratados por anticipado		<u>21,647</u>	<u>17,870</u>	Total pasivo corriente		<u>0</u>	<u>1,570,181</u>
Total activo corriente		<u>2,613,390</u>	<u>2,045,305</u>	Otros pasivos financieros	12	-	676,632
Cuentas por cobrar comerciales, neto	6	29,126	77,718	Otras cuentas por pagar		-	5,649
Otras cuentas por cobrar, neto	7	6,811	8,138	Pasivo diferido por impuestos a las ganancias, neto	15	-	33,551
Inversiones	9	71,002	78,294	Ingresos diferidos		-	7,525
Inmuebles, maquinaria y equipo neto	10	1,163,417	1,103,883	Total pasivo		<u>0</u>	<u>2,293,538</u>
Intangibles, neto	11	73,272	13,937	Patrimonio neto	16		
Crédito mercantil, neto	11	115,261	31,649	Capital social		3,452,121	623,635
Total activo no corriente		<u>1,458,889</u>	<u>1,313,619</u>	Capital adicional		137,266	26,090
Total activo		<u>4,072,279</u>	<u>3,358,924</u>	Otras reservas de patrimonio		128,061	129,443
				Reserva legal		82,179	63,692
				Resultados acumulados		276,525	221,324
				Reserva por traslación		<u>-3,873</u>	<u>1,202</u>
				Total patrimonio neto		<u>4,072,279</u>	<u>1,065,386</u>
				Total pasivo y patrimonio neto		<u>4,072,279</u>	<u>3,358,924</u>

Ferreycorp S.A.A. y subsidiarias

Estado consolidado de resultados

Por los años terminados al 31 de diciembre de 2012 y de 2011

	Nota	2012 S/.(000)	2011 S/.(000)
Ventas netas	17	4,670,004	3,826,001
Otros ingresos operacionales		1,835	1,723
Total ingresos operativos		4,671,839	3,827,724
		-	-
Costo de ventas	17	3,750,438	3,021,509
Utilidad bruta		921,401	806,215
Gastos de ventas	18	-457,645	-359,098
Gastos administrativos	19	-194,598	-177,946
Otros ingresos y gastos, neto		32,267	8,579
Utilidad operativa		301,425	277,750
Ingresos financieros	21	21,453	30,505
Gastos financieros	22	-	-79,687
Diferencia en cambio, neta	4	79,194	47,560
Participación en los resultados en asociadas bajo el método de participación	9	3,124	8260
Utilidad antes del impuesto a las ganancias		405,196	284,388
Impuesto a las ganancias	15(b)	121,559	89,357
Utilidad neta		283,637	195,031
Utilidad neta por acción básica y diluida (en nuevos soles)	23	0.082163	0.268
Promedio ponderado de acciones en circulación (en miles de unidades)	23	3,452,121	728,467
ROE		8.22%	26.80%

Para determinar el Costo Promedio Ponderado del Capital (CPPC), procedemos a utilizar nuevamente la fórmula anterior:

$$K_{CPPC} = \frac{A}{D + A} \times K_A + \frac{D}{D + A} \times K_D \times (1 - 0.30)$$

Dónde:

- K_{CPPC}** : Costo Promedio Ponderado del Capital
- K_A** : Tasa de Rendimiento Exigida por los Accionistas
- K_D** : Tasa de Rendimiento de la Deuda
- A** : Valor de Mercado de las Acciones
- D** : Valor de Mercado de la Deuda
- V** : Valor de Mercado de la Empresa (V=A+D)

Así, tenemos:

$$K_{CPPC} = \frac{4'072,279}{0 + 4'072,279} \times 13.07\% + \frac{0}{0 + 4'072,279} \times K_D \times 0.70 = 13.07\%$$

Como se puede apreciar de lo anterior, el CPPC resulta igual a la tasa de rendimiento exigida por los accionistas, esto debido a que en este escenario la empresa financia sus activos únicamente con recursos propios, no recurriendo a la utilización de deuda. Así, no se ha podido beneficiar del escudo fiscal generado por el pago de intereses, que es un factor que influye en la determinación del costo financiero de los recursos.

3.5. DE LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO Y SU INFLUENCIA EN LOS RESULTADOS.

3.5.1. DEL FINANCIAMIENTO A CORTO PLAZO Y SU INFLUENCIA EN LOS RESULTADOS.

De los datos mostrados en los gráficos 3.11, 3.12, 3.13, 3.14, 3.15 y los escenarios A y B se observa que la incorporación de deuda a corto plazo en la estructura de financiamiento de la empresa concesionaria Vehículos de los Andes S.A.C. ha tenido una alta influencia en los resultados de dicha empresa, esto se manifiesta a través del incremento en el ROE (rentabilidad sobre el patrimonio) que se halla dividiendo la utilidad neta entre el valor del patrimonio, así tenemos que se produce un incremento de 14% en un escenario sin deuda a 16.33% utilizando deuda a corto plazo. Esto debido a que los intereses pagados por el uso de deuda generan un escudo fiscal puesto que estos son aceptados como gastos en la determinación del Impuesto a la Renta según la legislación en nuestro país.

3.5.2. DEL FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO Y SU INFLUENCIA EN LOS RESULTADOS.

De los datos mostrados en los gráficos 3.11, 3.12, 3.13, 3.14, 3.16 y los escenarios A y C se puede observar que incluir deuda a largo plazo en la estructura de financiamiento de la empresa concesionaria Vehículos de los Andes S.A.C. tiene una alta influencia sobre los resultados de la misma, esto podemos verlo también en el incremento del ROE, se produjo un incremento de 14% en ausencia de deuda a 15.87% por la utilización de deuda a largo plazo. Este incremento fue menor en comparación con la utilización de deuda a corto plazo debido a que la tasa de deuda a largo plazo es mayor, esto por el mayor riesgo que asume la entidad bancaria al colocar el crédito a largo plazo. Del mismo modo que en el caso anterior la utilización de la deuda a largo plazo genera un escudo fiscal debido a que los intereses pagados son deducibles en la determinación del impuesto a la renta.

3.5.3. DEL FINANCIAMIENTO PROPIO Y SU INFLUENCIA EN LOS RESULTADOS.

De los datos mostrados en el gráfico 3.12, en el escenario A y en los 2 cuadros anteriores se muestra la ausencia de deuda, es decir, la empresa concesionaria Vehículos de los Andes S.A.C. se financia con sus propios recursos, siendo así que la influencia de esta fuente de financiamiento sobre los resultados de esta empresa es alta. Así tenemos que el ROE en este escenario es de 14% siendo este ratio menor que los mostrados en los escenarios con presencia de deuda, debido a que en este escenario no existen intereses que la empresa pueda deducir como gasto para el cálculo del impuesto a la renta. Si bien es cierto que en este escenario sigue existiendo rentabilidad para los accionistas pero esta no es la más óptima.

3.5.4. DEL FINANCIAMIENTO A CORTO Y LARGO PLAZOS Y SU INFLUENCIA EN LOS RESULTADOS.

De acuerdo con los escenarios expuestos para la empresa Ferreycorp S.A.A., se puede observar que incluir deuda (a largo y corto plazos) en la estructura de financiamiento de la empresa Ferreycorp S.A.A. tiene una alta influencia sobre los resultados de la misma, esto se puede apreciar en el incremento del ROE, ya que se produjo un incremento de 8.22% en ausencia de deuda a 27.80% por la utilización de deuda. Este incremento fue alto debido principalmente a que el ratio deuda/capital (D/C) fue alto también (1.86). Del mismo modo que en los casos anteriores, la utilización de la deuda genera un escudo fiscal debido a que los intereses pagados son deducibles en la determinación del impuesto a la renta.

3.6. CONTRASTACIÓN Y VERIFICACIÓN DE LAS HIPÓTESIS.

Hipótesis	Problema	Objetivos	Resultados
Hipótesis General	Problema General	Objetivo General	
La estructura de financiamiento tiene una alta influencia sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco.	¿En qué medida la estructura de financiamiento influye en los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco – 2012?	Analizar la estructura de financiamiento de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco y la influencia que ejerce en los resultados de las mismas – 2012.	Como resultado de la investigación realizada se puede concluir que la estructura de financiamiento tiene una alta influencia sobre los resultados de las empresas comprendidas en el estudio.
Hipótesis Específicas	Problemas Específicos	Objetivos Específicos	
A. El nivel del financiamiento a corto plazo dentro de la estructura de financiamiento ejerce una alta influencia sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco.	A. Cuál es el nivel de influencia del financiamiento a corto plazo dentro de la estructura de financiamiento y sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco -2012?	A. Determinar el nivel de influencia del financiamiento a corto plazo en los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco - 2012.	Los resultados de la investigación realizada muestran que el financiamiento a corto plazo dentro de la estructura de financiamiento tiene una alta influencia en los resultados de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco.
B. El nivel del financiamiento a largo plazo dentro de la estructura de financiamiento tiene una alta influencia sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco.	B. ¿Cuál es el nivel de influencia del financiamiento a largo plazo dentro de la estructura de financiamiento y sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco -2012?	B. Determinar el nivel de influencia del financiamiento a largo plazo en los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco - 2012.	La investigación muestra que el financiamiento a largo plazo dentro de la estructura de financiamiento tiene una alta influencia en los resultados de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco.
C. La proporción del patrimonio dentro de la estructura de financiamiento ejerce una alta influencia sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco.	C. ¿Cuál es el nivel de influencia del patrimonio dentro de la estructura de financiamiento y sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco - 2012?	C. Determinar el nivel de influencia del patrimonio en los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco -2012.	Los resultados de la investigación realizada prueban que el patrimonio dentro de la estructura de financiamiento tiene una alta influencia sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco.

CONCLUSIONES.

Conclusión General.

A través del trabajo de investigación realizado se llegó a la conclusión de que la estructura de financiamiento tiene una influencia alta sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco, debido a que la inclusión o no de deuda dentro de la estructura de financiamiento de las empresas produce una variación importante en los resultados de las mismas. Esto se manifiesta en un variación de la rentabilidad sobre la inversión (ROE), pasando de 14% en un escenario en el que la empresa financia sus inversiones exclusivamente con recursos propios, hasta 16.33% y 15.87% por la inclusión de deudas a corto y largo plazos, respectivamente. De la misma manera, se manifiestan incrementos en las utilidades por acción, mostrándose que en ausencia absoluta de recursos externos las mismas ascienden a 0.162, mientras que con la incorporación de deudas a corto y largo plazos alcanzan cifras de 0.195 y 0.189, respectivamente.

Por otro lado, se concluye que, en presencia de deuda, el costo de las diversas fuentes financieras, representado por el Costo Promedio Ponderado del Capital (CPPC), disminuye de 12% (en ausencia de deuda) a 11.1025% por incorporación de financiamiento a corto plazo, y a 11.1003% por inclusión de deuda a largo plazo.

Todas estas implicancias financieras se producen debido a que las empresas que utilizan deuda dentro de su estructura de financiamiento gozan de un beneficio fiscal en cuanto a que los intereses son aceptados como gastos para la determinación del impuesto a la renta mientras que las empresas que no utilizan deuda no tienen este beneficio.

Adicionalmente, la estructura de financiamiento de las empresas concesionarias también ejerce una alta influencia sobre sus resultados debido a que se produce un incremento en el valor de la empresa cuando esta utiliza deuda.

Otras conclusiones que se derivan de la investigación efectuada es que a pesar de que los encargados de la gestión de estas empresas tienen cierto conocimiento acerca de la teoría de la estructura de financiamiento y de los beneficios que trae consigo el escudo fiscal generado por el uso de deuda, estos no lo aplican buscando un nivel óptimo de endeudamiento ya que si bien el financiarse solo con recursos propios les otorga buenos márgenes de rentabilidad, estos no son los más óptimos que se podrían obtener.

También se concluyó que la mayoría de las empresas concesionarias de vehículos de la

Región Cusco al utilizar financiamiento externo recurre a deudas de corto plazo debido principalmente a que esta fuente de recursos es destinado al financiamiento de capital de trabajo, además de sus menores tasas de interés, pudiendo verificarse este aspecto en la encuesta vinculada a la forma en que son adquiridos los vehículos.

Otra conclusión que se obtiene, es que de las diversas fuentes de financiamiento externo existentes en nuestro medio, las empresas concesionarias recurren al financiamiento bancario, dado que, las empresas bancarias al tener mayor solidez financiera ofrecen menores tasas de interés que otras entidades del Sistema Financiero, aunque los requisitos para acceder a dicho financiamiento son más estrictos.

Finalmente, se concluyó que más del 80% de las empresas concesionarias de vehículos de la Región Cusco tienen contratos de concesión a plazo determinado con exclusividad de marca para la venta de vehículos.

Conclusiones Específicas.

- a) La utilización de deuda a corto plazo dentro de la estructura de financiamiento tiene una alta influencia sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco debido a que estas se benefician con la deducibilidad de intereses en el cálculo del impuesto a la renta. Podemos ver esto en el incremento de indicadores como la Rentabilidad sobre la Inversión (ROE) al variar de 14% a 16.33%; y de la Utilidad por Acción, pasando de 0.162 a 0.195. También se puede notar en la disminución de la tasa del Costo Promedio Ponderado del Capital (CPPC) al pasar de 12% a 11.1025% por la incorporación de este tipo de financiamiento dentro de su estructura de financiamiento.

- b) La utilización de deuda a corto plazo dentro de la estructura de financiamiento tiene una alta influencia sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco debido a que estas se benefician con la deducibilidad de intereses en el cálculo del impuesto a la renta. Podemos ver esto en el incremento de indicadores como la Rentabilidad sobre la Inversión (ROE) al variar de 14% a 15.87%; y de la Utilidad por Acción, pasando de 0.162 a 0.189. También se puede notar en la disminución de la tasa del Costo Promedio Ponderado del Capital (CPPC) al pasar de 12% a 11.1003% por la incorporación de este tipo de financiamiento dentro de

su estructura de financiamiento.

- e) El uso exclusivo de recursos propios en el financiamiento de las actividades de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco también ejerce una influencia alta en los resultados de dichas empresas, sin embargo esta influencia no es la más óptima en comparación al de la utilización de deuda debido a que en presencia de esta el Rendimiento sobre la Inversión (ROE) se incrementa más que en ausencia de la misma. Esto se puede ver la tasa de 14%, además de una Utilidad por Acción de 0.162 y un Costo Promedio Ponderado del Capital de 12%.

SUGERENCIAS.

- ▲ Se puede sugerir que durante el proceso de planeamiento financiero de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco los administradores tomen en cuenta la utilización de deuda dentro de su estructura de financiamiento debido a los diversos beneficios genera la utilización de la misma.
- ▲ Las empresas concesionarias de vehículos deberían buscar la combinación óptima entre las distintas fuentes de financiamiento la cual les permita maximizar sus resultados, debe de buscar esta estructura óptima teniendo en consideración distintos factores como son las tasas de interés de deuda, el monto de la deuda, el rendimiento exigido por los accionistas y el costo promedio ponderado de capital de la empresa.
- ▲ La Cámara de Comercio del Cusco como entre promotor del comercio en nuestra Región debería difundir la información relativa a la estructura de financiamiento y sobre la importancia de su aplicación en las empresas concesionarias de vehículos, no limitándose solo a éstas ya que, los conceptos desarrollados en la presente investigación son de aplicación a empresas de cualquier actividad económica.

BIBLIOGRAFÍA.

- Vargas Cordero, Zoila Rosa. Revista “LA INVESTIGACIÓN APLICADA: UNA FORMA DE CONOCER LAS REALIDADES CON EVIDENCIA CIENTÍFICA”. Educación, vol. 33, núm. 1, 2009, pp. 159-161, Universidad de Costa Rica, Costa Rica.
- <http://manuelgross.bligoo.com/conozca-3-tipos-de-investigacion-descriptiva-exploratoria-y-explicativa>.
- Arroyo Morales, Angélica, “Metodología de la Investigación Científica y su Aplicación en las Ciencias Contables y Financieras: Teoría y Práctica”, 2da. Edición, Cusco-Perú, 1997, pp. 147-149.
- http://www.sld.cu/galerias/pdf/sitios/renacip/disenos_cuasiexperimentales.pdf
- <http://www.ccee.edu.uy/ensenian/catmetinvcont/material/PPT%20Parte%207%20Análisis%20de%20 los%20datos-1.pdf>
- Norma Internacional de Contabilidad 23 Costos por Préstamos.
- Norma Internacional de Contabilidad 33 Ganancias por Acción.
- Método para seleccionar la estructura de capital. Instituto Tecnológico de Calkini, marzo del 2011; CP. Franco Pérez, Luis.
- Revista Soluciones de Postgrado EIA, Número 1. p. 93-111. Medellín, enero de 2008; Grajales Bedoya, Duván Darío.
- Marco Conceptual para la Preparación y Presentación de los Estados Financieros, 2011.
- La estructura de capital óptima, Universidad complutense de Madrid; Mascareñas Juan.
- MODIGLIANI, Franco y MILLER, Merton: “The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment”, *American Economic Review* 48 (Junio) 1958. Pp.:261-297
- Teoría de la estructura de Capital en Finanzas Corporativas, Un enfoque Latinoamericano, 2º Edición, Buenos Aires; Dumrauf, Guillermo
- Manual para la Preparación de Información Financiera. SMV.
- Decreto Legislativo N° 1086 que modifica la ley 28015 “LEY DE PROMOCIÓN

Y FORMALIZACIÓN DE LA MICRO Y PEQUEÑA EMPRESA”

- Ley 26887, “Nueva Ley General de Sociedades”.
- <http://es.prmob.net/concesionario-de-coches>.
- <http://www.jurisconsultora.com.ar/apuntes.html>
- <http://www.derechocomercial.edu.uy/ContratosDistribGeneral.htm>
- <http://taemperu.blogspot.com/2012/08/clasificacion-de-las-empresas.html>
- <http://www.eumed.net/libros/gratis/2009c/576/RESULTADO%20DEL%20EJERCICIO%20CONCEPTUALIZACION%20Y%20TOPOLOGIAS.htm>
- <http://es.wikipedia.org/wiki/Empresa>.
- Finanzas Corporativas 8va Edición Mc Graw Hill. Ross, Westerfield, Jaffe. 2009.
- Maribel Olivera Milla, Alberto Olivera Milla. Manual Financiero, Estudio Caballero Bustamante. 2005.
- <http://www.gerencie.com/flujo-de-caja-libre.html>
- www.abogadoscorrientes.com
- www.gerencie.com/contrato-de-concesión.html
- http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html
- http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html
- www.bcrp.gob.pe/docs/Estadisticas/Cuadros-Estadisticos/NC_037.xls

ANEXOS.

ENCUESTA.

Lea cada pregunta, marque o complete su respuesta según sea el caso.

INFORMACION GENERAL

1. ***¿Bajo qué forma societaria o empresarial está constituida su empresa?***
 - a) Sociedad Anónima (S.A.)
 - b) Sociedad Anónima Abierta(S.A.A.)
 - c) Sociedad Anónima Cerrada (S.A.C.)
 - d) Sociedad de Responsabilidad Limitada (S.R.L.)
 - e) Empresa Individual de Responsabilidad Limitada (E.I.R.L.)
 - f) Otros.

2. ***¿Su empresa cuenta con Directorio y/o equivalente?***
 - a) Si
 - b) No

3. ***¿Su empresa se dedica a la venta de vehículos por medio d concesión como actividad principal?***
 - a) Sí.
 - b) No.

4. ***¿Cuánto tiempo tiene su empresa operando en el mercado?***
 - a) De 1 a 3 años.
 - b) De 3 a 5 años.
 - c) De 5 a 7 años.
 - d) De 7 a más.

5. ***¿Su empresa forma parte de un Grupo Económico, nacional o extranjero?***
 - a) Si i) Nacional
 - b) No ii) Extranjero

6. ***¿Cuenta su empresa con sucursales dentro o fuera de la Región?***
 - a) Si
 - b) No

7. ***¿Cree Usted que su empresa se ha beneficiado de alguna manera con los Tratados de Libre Comercio?***
 - a) Si
 - b) No

8. ***¿Cuál es su apreciación respecto del mercado vehicular en la Región del Cusco?***
 - a) Muy bueno.
 - b) Bueno.
 - c) Regular.

- d) Malo.
- e) Muy malo.

9. ¿Cuántos vehículos vende aproximadamente su empresa por mes?

- a) De 0 a 25.
- b) De 26 a 50.
- c) De 51 a 75.
- d) De 76 a 100.
- e) De 100 a más.

10. ¿Con cuántos trabajadores cuenta empresa aproximadamente?

- a) De 1 a 15.
- b) De 16 a 30.
- c) De 31 a 45.
- d) Más de 45.

11. ¿Con que áreas funcionales cuenta su empresa?

- a) Gerencia y Contabilidad.
- b) Marketing y Ventas.
- c) Servicio post Venta.
- d) Investigación y Desarrollo (I&D).
- e) Sistemas e Informática.

ESTRUCTURA FINANCIERA.

1. ¿Tiene conocimiento acerca de la teoría de la estructura de financiamiento?

- a) Si.
- b) No.

2. ¿Cuál es la principal fuente de financiamiento que utiliza su empresa para financiar sus actividades?

- a) Emisión de Acciones.
- b) Préstamos bancarios.
- c) Reinversión de Utilidades.
- d) Emisión de Bonos.
- e) Otros.

3. ¿Su empresa utiliza deuda para financiar sus actividades?

- a) Si.
- b) No.

4. ¿Su deuda es de largo o de corto plazo?

- a) Largo Plazo (más de un año)
- b) Corto Plazo (no mayor de un año)

5. *¿De qué tipo de entidades adquiere o adquiriría su financiamiento?*
 - a) Bancos.
 - b) Financieras.
 - c) Cajas Municipales.
 - d) Cooperativas
 - e) Otros.

6. *¿Su empresa planifica su estructura de financiamiento buscando un nivel óptimo de endeudamiento?*
 - a) Sí.
 - b) No.

7. *¿Cuál es el ratio Deuda/Capital de su empresa?*

.....

8. *¿Cuál es el nivel de sus activos en Nuevos Soles?*

.....

9. *¿Cuál es la tasa de rendimiento exigida por los accionistas de su empresa?*

.....

10. *¿Cuál es la tasa promedio de endeudamiento?*

.....

11. *¿Los vehículos para la venta, son adquiridos al contado o al crédito?*
 - a) Contado
 - b) Crédito.

12. *¿Cree usted que el escudo fiscal generado por el uso de deuda es conveniente para su empresa?*
 - a) Sí.
 - b) No.

CONCESIÓN DE MARCA.

1. *¿El contrato de concesión de marca es a plazo determinado o indeterminado?*
 - a) Determinado.
 - b) Indeterminado.

2. *¿Tiene su empresa contrato de exclusividad de marca (única empresa concesionaria de la región)?*
 - a) Sí.
 - b) No.

3. *¿Cuántas marcas de vehículos tiene en concesión?*

.....

4. ¿Cuáles son las marcas que concesiona su empresa?

.....
.....

MATRIZ DE CONSISTENCIA.

“La Estructura de Financiamiento y su Influencia en los Resultados de las Empresas Concesionarias de Vehículos del Cusco - 2012”					
PROBLEMA GENERAL	OBJETIVO GENERAL	JUSTIFICACION	HIPÓTESIS GENERAL	VARIABLES	METODOLOGÍA
¿En qué medida la estructura de financiamiento influye en los resultados de las empresas concesionarias del Cusco - 2012?	Analizar la estructura de financiamiento de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco y la influencia que ejerce en los resultados de las mismas – 2012.	La forma en la cual una compañía se financia a sí misma recibe el nombre de estructura de capital. En términos prácticos, la estructura de capital se refiere a la proporción de financiamiento de deuda que tiene la empresa y su razón de apalancamiento. Esta investigación de la estructura de capital intenta explicar la combinación de capital y deuda a largo plazo usada por las empresas concesionarias de vehículos del Cusco para financiar inversiones reales.	La estructura de financiamiento tiene una alta influencia sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco.	VARIABLES INDEPENDIENTES. • Estructura de Financiamiento. VARIABLE DEPENDIENTE. • Resultados de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco.	Métodos • Método descriptivo. • Método diagnóstico- evaluativo. Técnicas. • Entrevista. • Encuesta. • Observación directa • Análisis documental.
PROBLEMA ESPECÍFICO	OBJETIVO ESPECÍFICO		HIPÓTESIS ESPECIFICA		
a) ¿Cuál es el nivel de influencia del financiamiento a corto plazo dentro de la estructura de financiamiento sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco -2012?	a) Determinar el nivel de influencia del financiamiento a corto plazo en los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco -2012.		a) El nivel del financiamiento a corto plazo dentro de la estructura de financiamiento ejerce una baja influencia sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco es bajo.		
b) ¿Cuál es el nivel de influencia del financiamiento a largo plazo dentro de la estructura de financiamiento sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco -2012?	b) Determinar el nivel de influencia del financiamiento a largo plazo en los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco -2012.		b) El nivel del financiamiento a largo plazo dentro de la estructura de financiamiento tiene una alta influencia sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco.		
c) ¿Cuál es el nivel de influencia del patrimonio dentro de la estructura de financiamiento sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco 2012?	c) Determinar el nivel de influencia del patrimonio en los resultados de las empresas concesionarias de vehículos de la ciudad del Cusco -2012.		c) La proporción del patrimonio dentro de la estructura de financiamiento ejerce una alta influencia sobre los resultados de las empresas concesionarias de vehículos del Cusco.		

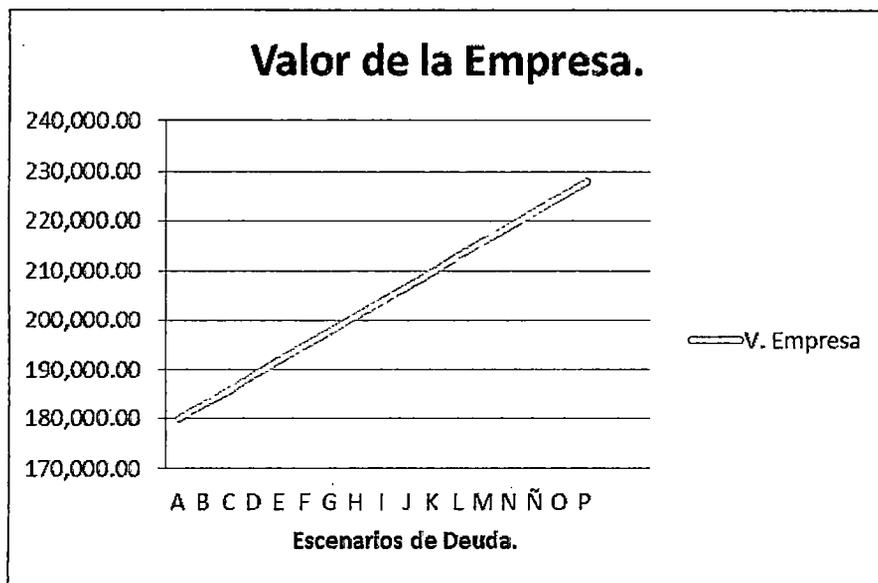
USO DE DEUDA EN DISTINTOS ESCENARIOS

Tabla 3.22

Escenario	Inversión	Nº Acc.	Deuda	U.A.I.	Interés	U.A.Imp	Imp Renta	U. Neta	V. Empresa	V. Acciones	D/C	U. x Acción	T. Accionista	CPPC
A	180,000.00	180,000	0.00	36,000.00	0.00	36,000.00	10,800.00	25,200.00	180,000.00	180,000.00	0.000	0.140	20.00%	20.00%
B	180,000.00	170,000	10,000.00	36,000.00	1,800.00	34,200.00	10,260.00	23,940.00	183,000.00	173,000.00	0.058	0.141	20.08%	19.67%
C	180,000.00	160,000	20,000.00	36,000.00	3,600.00	32,400.00	9,720.00	22,680.00	186,000.00	166,000.00	0.120	0.142	20.17%	19.35%
D	180,000.00	150,000	30,000.00	36,000.00	5,400.00	30,600.00	9,180.00	21,420.00	189,000.00	159,000.00	0.189	0.143	20.26%	19.05%
E	180,000.00	140,000	40,000.00	36,000.00	7,200.00	28,800.00	8,640.00	20,160.00	192,000.00	152,000.00	0.263	0.144	20.37%	18.75%
F	180,000.00	130,000	50,000.00	36,000.00	9,000.00	27,000.00	8,100.00	18,900.00	195,000.00	145,000.00	0.345	0.145	20.48%	18.46%
G	180,000.00	120,000	60,000.00	36,000.00	10,800.00	25,200.00	7,560.00	17,640.00	198,000.00	138,000.00	0.435	0.147	20.61%	18.18%
H	180,000.00	110,000	70,000.00	36,000.00	12,600.00	23,400.00	7,020.00	16,380.00	201,000.00	131,000.00	0.534	0.149	20.75%	17.91%
I	180,000.00	100,000	80,000.00	36,000.00	14,400.00	21,600.00	6,480.00	15,120.00	204,000.00	124,000.00	0.645	0.151	20.90%	17.65%
J	180,000.00	90,000	90,000.00	36,000.00	16,200.00	19,800.00	5,940.00	13,860.00	207,000.00	117,000.00	0.769	0.154	21.08%	17.39%
K	180,000.00	80,000	100,000.00	36,000.00	18,000.00	18,000.00	5,400.00	12,600.00	210,000.00	110,000.00	0.909	0.158	21.27%	17.14%
L	180,000.00	70,000	110,000.00	36,000.00	19,800.00	16,200.00	4,860.00	11,340.00	213,000.00	103,000.00	1.068	0.162	21.50%	16.90%
M	180,000.00	60,000	120,000.00	36,000.00	21,600.00	14,400.00	4,320.00	10,080.00	216,000.00	96,000.00	1.250	0.168	21.75%	16.67%
N	180,000.00	50,000	130,000.00	36,000.00	23,400.00	12,600.00	3,780.00	8,820.00	219,000.00	89,000.00	1.461	0.176	22.04%	16.44%
Ñ	180,000.00	40,000	140,000.00	36,000.00	25,200.00	10,800.00	3,240.00	7,560.00	222,000.00	82,000.00	1.707	0.189	22.39%	16.22%
O	180,000.00	30,000	150,000.00	36,000.00	27,000.00	9,000.00	2,700.00	6,300.00	225,000.00	75,000.00	2.000	0.210	22.80%	16.00%
P	180,000.00	20,000	160,000.00	36,000.00	28,800.00	7,200.00	2,160.00	5,040.00	228,000.00	68,000.00	2.353	0.252	23.29%	15.79%

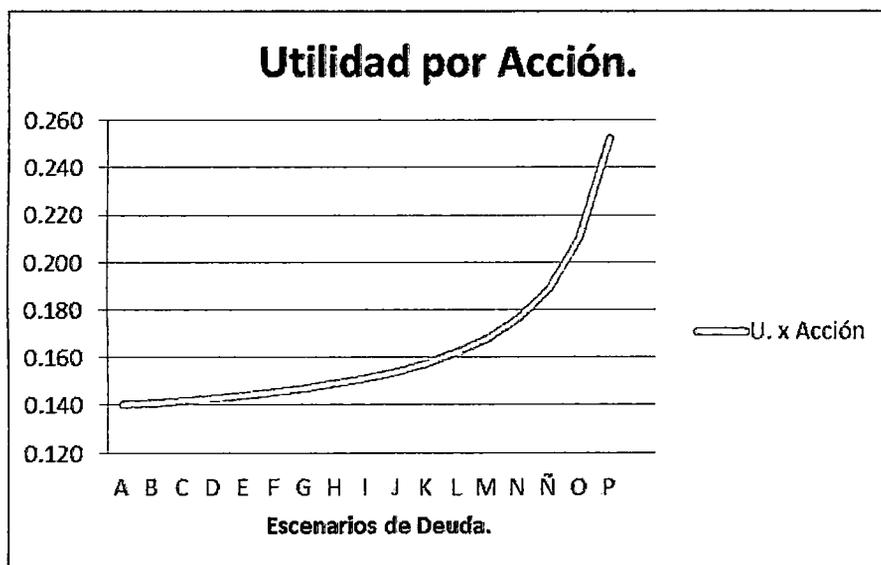
Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 3.22



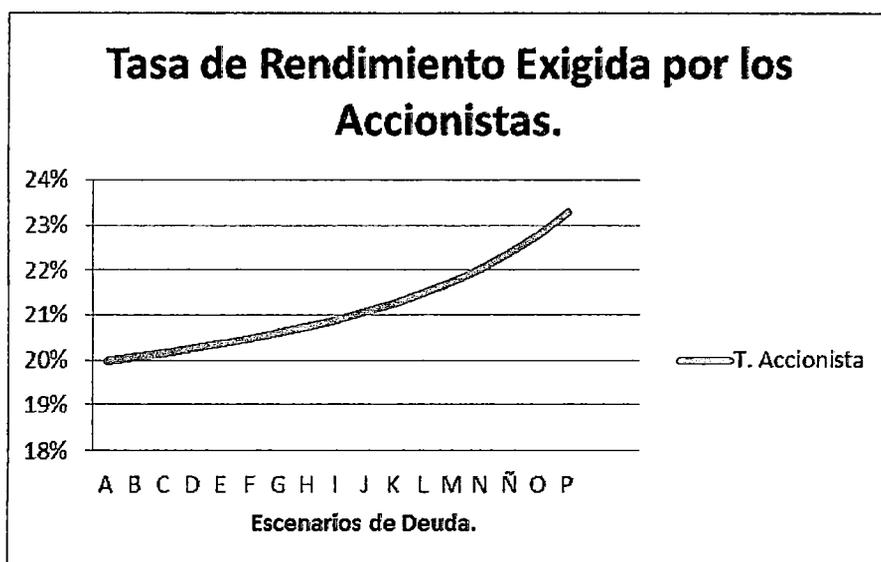
Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 3.23



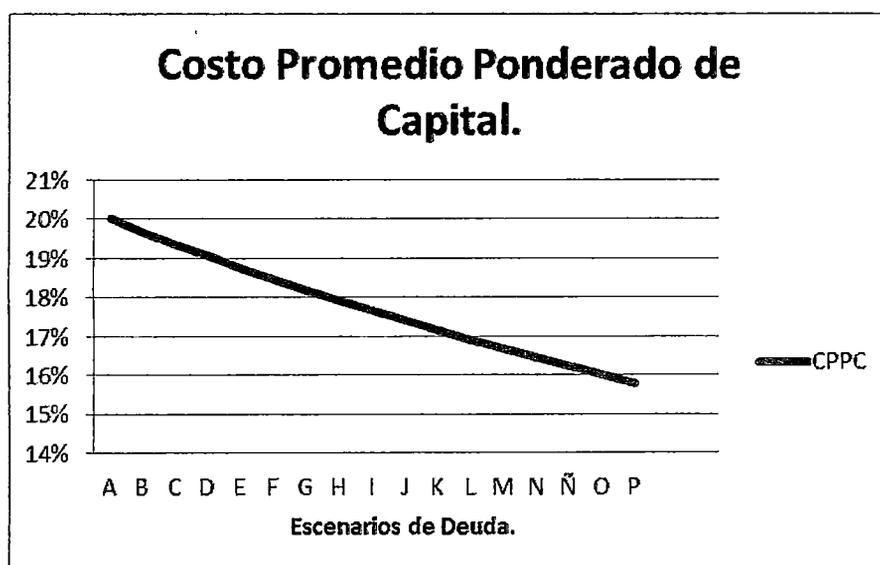
Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 3.24



Fuente: Elaboración Propia.

Gráfico 3.25



Fuente: Elaboración propia.

DEL USO DE DEUDA Y SU INFLUENCIA EN EL VALOR DE LA EMPRESA, LA UTILIDAD POR ACCIÓN, LA TASA DE RENDIMIENTO EXIGIDA POR LOS ACCIONISTAS Y EL COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL.

La tabla 3.22 ha sido desarrollada para mostrar distintos escenarios del uso de deuda en la estructura de financiamiento. En un primer escenario la empresa está totalmente financiada con recursos propios representados en 180,000 acciones comunes, para el presente ejemplo el valor nominal por acción es de S/.1.00, en los siguientes escenarios el nivel de deuda va incrementándose gradualmente y el nivel de patrimonio va disminuyendo en la misma cantidad. Para el presente ejemplo se ha considerado que la utilidad antes de intereses e impuestos (U.A.I.I) es de S/.36,000.00 para todos los escenarios, también se considera como tasa del impuesto a la renta el 30% y la tasa de interés es de 18%.

A partir del escenario B en el cual se empieza a utilizar deuda, se puede ver un incremento gradual en el valor de la empresa debido al escudo fiscal generado por el uso de deuda, este incremento en el valor de la empresa corresponde al 30% del valor de la deuda, en la tabla 3.22 se observa que el valor de la empresa tiene un incremento lineal esto se demuestra matemáticamente, sin embargo la realidad no se muestra de la misma manera debido a que existe un límite del uso de deuda establecido por las entidades bancarias en función al riesgo asumido.

De la misma manera que la deuda influye sobre el valor de la empresa también influye positivamente en la utilidad por acción, debido a que un incremento en el nivel de deuda también produce un incremento en la utilidad por acción a razón de que los activos son financiados por deuda y una menor cantidad de acciones que las existentes en el escenario sin deuda, por lo cual la utilidad neta es distribuida entre un menor número de acciones lo cual ocasiona que cada acción reciba una mayor proporción en las utilidades. Sin embargo este incremento en la utilidad por acción en la realidad está limitado por el nivel máximo de deuda al que puede acceder una empresa.

La deuda con relación a la tasa de rendimiento exigida por los accionistas también mantiene una relación directa, debido a que un incremento en la proporción de la deuda dentro de la estructura de capital representa un mayor riesgo para el accionista y por lo tanto este como compensación al asumir ese mayor riesgo exige mayor rentabilidad sobre su inversión.

Finalmente, el incremento de deuda tiene una relación inversa con el costo promedio

ponderado de capital (CPPC), puesto que la deuda que tiene una tasa menor que la tasa del accionista pasa a tener una mayor proporción dentro de la estructura de capital produciéndose así una disminución en el costo de las fuentes de financiamiento. En el gráfico 3.25 se observa que le CPPC disminuye de manera lineal, esto teóricamente, dado que en la realidad esta disminución se encuentra limitada por el monto máximo de endeudamiento a que puede acceder una empresa.