

The logo consists of the Roman numeral 'XI' in a bold, blue, sans-serif font with a white outline. The 'X' is formed by two overlapping 'V' shapes, and the 'I' is a simple vertical bar.

Asamblea General de ALAFEC

22 al 25 de septiembre 2009

Guayaquil - Ecuador

Título de la ponencia:

**Modelos de análisis financieros para
las empresas Ecuatorianas, que
interactúan en el marco de la
globalización y la competitividad**

Área Temática:
Finanzas



**Asamblea General de ALAFEC
Guayaquil - Ecuador 2009**

Autor (es):

Ing. Arturo Avila Toledo. MSc.

Tema: modelos de análisis financiero para las empresas ecuatorianas, que interactúan en el marco de la globalización y la competitividad

1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

1.1 Antecedentes

La enseñanza de las Finanzas ha evolucionado durante los últimos 40 años, desde simples descripciones de la práctica observada hasta un sólido conjunto de teorías que representan lo que en la actualidad entendemos de ellas.

El ritmo vertiginoso de su evolución cotidiana nos conduce a buscar procesos simplificados que nos permitan transformar e interpretar las variantes ocasionadas sobre el entorno económico, de una manera ágil y paralela a la rapidez de sus cambios.

¿Cómo podemos prepararnos para estar al nivel de un campo que cambia con tanta agilidad ?. La respuesta está en la evolución misma de las finanzas.

Se pretende crear un modelo simplificado de mediciones financieras, que les permita a los accionistas locales medir la rentabilidad y la liquidez financieras de sus negocios y poder compararlos con el entorno competitivo internacional.

La investigación está diseñada para un análisis nacional a empresas industriales, comerciales y de servicio, basada en información histórica de los cinco últimos años. Las comparaciones internacionales se efectuarán con índices existentes de empresas norteamericanas.

1.2 Justificación

Esta tesis tiene relevancia para dos sectores específicos de la comunidad: el educativo y el empresarial.

Sector educativo: Surge de la necesidad de realizar un aporte complementario para el desarrollo de la cátedra universitaria, en la materia de Finanzas, especialmente en lo que tiene relación con el análisis e interpretación de los estados financieros, en razón de no existir la suficiente información sobre los modelos y procesos de análisis, especialmente en el marco de la globalización. Adicionalmente, en nuestro país no existe ningún organismo que procese ó publique esta información.

Sector empresarial: Las empresas e inversionistas requieren manejar índices financieros que les permitan medir sus rendimientos, especialmente en la Rentabilidad y Liquidez, que son los objetivos básicos de cualquier inversión. Estos índices serán una referencia de comparación con empresas similares en el campo internacional, y a través de ellos se podrá conocer, dentro del marco competitivo, que acciones tomar para lograr una situación financiera sana.

2. PROBLEMATIZACIÓN DE LA INVESTIGACIÓN

Pregunta principal

¿Cómo fundamentar un modelo y los instrumentos necesarios para medir, tanto la rentabilidad como la liquidez en las empresas?

Preguntas secundarias

1. ¿Cómo se tomaran los principales indicadores financieros de las empresas del sector privado comercial-importador de los últimos cinco años?
2. ¿Cómo se obtendrá la información sobre los beneficios que genera la liquidez para mejorar la administración en un proceso global?
3. ¿Cómo utilizar los principios bipartitos de las finanzas para alcanzar el equilibrio financiero?

3. OBJETIVOS

Objetivo general

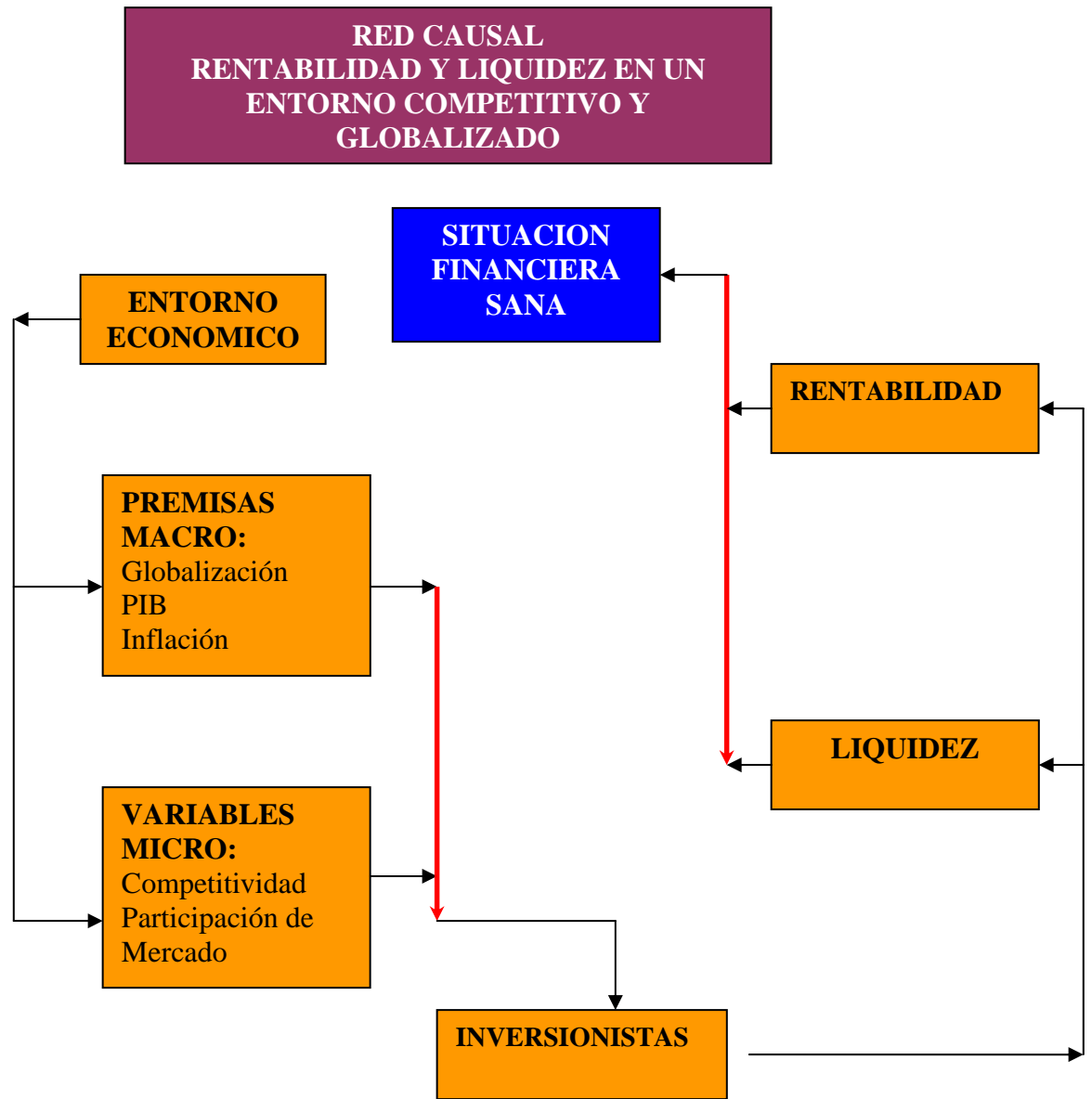
Plantear una propuesta de modelos de evaluación financiera de las empresas dentro de un marco de globalización y de competitividad.

Objetivos específicos

1. Analizar la situación financiera, de liquidez y de rentabilidad de las empresas en los últimos cinco años.
2. Interpretar las tendencias de información financiera, a partir de los puntos fuertes y débiles de los estados financieros, específicamente en su liquidez y rentabilidad.
3. Indagar los beneficios que proporciona la liquidez financiera en la administración
4. Aplicar el principio bipartito de que cada activo tiene su propio pasivo a fin de orientar al empresario hacia el equilibrio financiero.

Objetivo programático

1. Canalizar la investigación hacia un uso práctico de los índices a estudiarse, mediante el planteamiento de un modelo.



4. MARCO TEÓRICO

La Administración de las empresas requiere de modelos de evaluación ex ante para la toma de sus decisiones. Este proceso debe ser dinámico dado los escenarios actuales de globalización y competitividad y para evitar la pérdida de recursos financieros de las empresas con el consiguiente impacto negativo para la sociedad.

4.1 Introducción

Planteando como objetivo el diseño de modelos de evaluación de las empresas, analizaremos el desenvolvimiento de las empresas tanto a nivel local como a nivel de otros países con características económicas similares al Ecuador.

4.2 La vision del mercado eficiente sobre la estructura de capital

Esta hipótesis¹ fue desarrollada por los premios Nobel Franco Modigliani y Merton Millar (MM) quienes suponen que el coste de capital medio ponderado (k_o) y el valor de la empresa son solamente 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 Proposición I de MM). De hecho, el valor de la empresa vendrá dado capitalizando el beneficio antes de intereses y de impuestos (EBIT) a un tipo de interés igual al coste de capital medio ponderado de la empresa, el cual supondremos constante.

Con el 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 una 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 capa que se espera genere en el futuro y del coste de capital, pero no de cómo se reparten esos flujos entre accionistas y obligacionistas.

¹ MODIGLIANI, Franco y MILLER, Merton: "The Costo of Capital, Corporation Finance and the Tehory of Investment", American Economic Review 48 (June) 1958. Pp.: 261-297

4.3 *La teoría de la jerarquía de las fuentes de financiación.*

Enunciada por Stewart Myers en 1984 (pecking order theory)², señala que aquellos que invierten en una empresa disponen de menos información sobre su situación financiera que sus propios directivos; y este problema de información asimétrica lleva a analizar las señales emitidas por estos últimos. Puede ser un problema cuando la empresa quiere emitir nuevas acciones: los inversores pueden creer, equivocadamente o no, que la compañía desea dicho tipo de recursos financieros porque los directivos piensan que las acciones están sobrevaloradas; el resultado es que los inversores proceden a vender las acciones, no a comprarlas. La emisión de deuda tiene un efecto mucho menos drástico que la emisión de acciones, pero también implica costes. Por ello, las empresas se inclinan en su mayoría por utilizar inicialmente los recursos provenientes de los beneficios retenidos.

Esta teoría puede ayudar a explicar por qué las empresas mantienen grandes cantidades de recursos líquidos, y si piensan que, aún así, son insuficientes para financiar nuevos proyectos, recurren inicialmente a aplazar el pago a los proveedores. Cuando esto ya no puede hacerse recurren a emitir deuda ordinaria que, aunque menos adecuada que los recursos internos, es preferible a otro tipo de recursos financieros.

En cuarto lugar aparecen los activos financieros híbridos (deuda + capital) como las obligaciones convertibles, la deuda subordinada que incorpore warrants (denominada deuda de entresuelo). Por último aparece la emisión de nuevas acciones ordinarias.

Lo anterior puede explicar por qué las empresas con beneficios estables suelen endeudarse menos que las menos rentables (a pesar que las primeras, debido a su estabilidad, están en mejores condiciones de conseguir financiación ajena que las segundas).

En resumen, los directivos valoran la disposición de una flexibilidad financiera y del control (esto les hace preferir los beneficios retenidos antes que la financiación externa) y, además, la financiación interna es más barata que la externa en cuanto a los costes de emisión.

² MYERS, Stewart: "Presidential Address: The capital structure puzzle", Journal of Finance 1984, 39(3). Pp.: 575 – 592 y MYERS, Stewart y MAJLUF, N.: "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". Journal of Financial Economics, vol. 13. 1984. Pp.: 187-221

4.4 Teoría de selección de carteras

En el campo de la teoría de selección de carteras, ocupa un lugar destacado Harry Markowitz, que en 1952 publicó en la revista Journal of Finance un artículo basado en su tesis doctoral y titulado “Portfolio Selection”. En dicho artículo planteaba un modelo de conducta racional de decidir para la selección de carteras de títulos-valores con liquidez inmediata.

Desde su aparición, el modelo de Markowitz ha conseguido una gran éxito a nivel teórico, dando lugar a múltiples desarrollos y derivaciones, e incluso sentando las bases de diversas teorías de equilibrio en el mercado de activos financieros. Sin embargo, su utilización en la práctica entre gestores de carteras y analistas de inversiones no ha sido tan extensa como podría suponerse por su éxito teórico.

En la gestión de carteras nos encontramos dos tendencias diferenciadas en cuando a la estrategia o política más adecuada para conseguir los objetivos del inversor. Por un lado, la estrategia activa que se basa en el incumplimiento de la hipótesis de eficiencia del mercado y en consecuencia supone que los precios de cotización de los títulos no reflejan toda la información disponible. Se fundamenta en la posibilidad de identificar valores infravalorados o sobrevalorados cuya compraventa pueda generar rentabilidad suficiente para cubrir los costes de transacción y el riesgo asumido.

Y por otro, la estrategia pasiva que supone el cumplimiento de la hipótesis de eficiencia del mercado, desarrollada a fines de los sesenta. Es decir, el precio de cotización de un título refleja toda la información existente en el mercado sobre su comportamiento.

4.5 Maximización de riqueza de los accionistas

En Ecuador los empresarios han estado preocupados por la obtención de utilidades contables dejando a un lado la vía más importante para incrementar la riqueza de los accionistas. La verdadera fuente para que los accionistas maximicen su patrimonio familiar es el aumento del

valor de la compañía, el cual se observa con el incremento del precio de sus acciones en el mercado bursátil.

El incremento del precio de las acciones en al Bolsa esta relacionado con la percepción que los inversionistas tienen sobre el éxito de la empresa, por lo cual la disponibilidad de información sobre el desempeño de la misma es la clave para una acertada valoración por parte del mercado.

Cuál es la meta de la empresa?

Muchos empresarios y profesionales de las finanzas argumentan que la meta de la empresa es obtener utilidades, pero la maximización de la riqueza de los accionistas es una forma más específica que la maximización de utilidades.

La maximización de utilidades es un término vago que podría representar utilidades contables (Utilidad en libros) mas no utilidades económicas (Valor de las acciones en el mercado). El maximizar utilidades podría no contemplar el valor del dinero en el tiempo, es decir, no considera el retorno del dinero (Flujo de efectivo), ni el costo de capital, ni considera los diferentes niveles de riesgo ante varias alternativas de inversión.

Al maximizar la riqueza de los accionistas estamos contemplando las utilidades. Pero, hay que considerar los flujos futuros de efectivo que se esperan lleguen a los inversores.

La clave para gestionar operativamente las organizaciones está en su sistematización. Cuando hablamos de sistemas de gestión, nos referimos esencialmente a los procesos racionales de gestión de una determinada actividad y a los elementos que confluyen en esos procesos para hacerlos posibles; elementos que es necesario planificar, organizar, dirigir, controlar y evaluar adecuadamente para alcanzar los fines propuestos.

Una de las actividades esenciales en la gestión de las organizaciones es la económico-financiera que responde a una premisa fundamental: los objetivos económico-financieros de

las organizaciones se orientan a generar la suficiente rentabilidad y liquidez para garantizar su competitividad, su continuidad y su desarrollo. La Gestión Económica persigue el objetivo de la rentabilidad, y la Gestión Financiera el de la liquidez, a través del control y dominio de las variables clave que afectan a todas las áreas de la organización.

Además, la Gestión Económico-Financiera puede resultar esencial si afecta a la estructura del sector en el que opera la organización o a sus ventajas competitivas y, por tanto, condicionar su estrategia.

La Gestión Económico-Financiera en las organizaciones es fundamental para la generación de valor. De ahí la importancia de la adecuada Gestión Económico-Financiera, es decir, de su planificación, organización, dirección, control y evaluación.

5. METODOLOGÍA

El tema de investigación seleccionado sigue el procedimiento hipotético-deductivo, es decir de lo general a lo particular. Utiliza información procesada por la Superintendencia de Compañías, la que será confrontada con las investigaciones paralelas a ejecutivos especializados en finanzas, los que serán encuestados.

Para el desarrollo de la investigación, se utilizará la Teoría del Ciclo Operativo y el Flujo de Efectivo como dos de los principales instrumentos financieros, los mismo que servirán de modelo para medir y racionalizar la liquidez y por consecuencia en la rentabilidad de las empresas.

La información histórica se tomará de la Superintendencia de Compañías. Como complemento, la información actualizada se la obtendrá mediante las encuestas.

La recolección de la información de campo se efectuará mediante el levantamiento a 30 ejecutivos representativos de la empresa privada, los que serán encuestados.

La información seleccionada, será relacionada y evaluada en el marco teórico del Flujo de Efectivo como instrumento financiero para medir la capacidad de las empresas para generar recursos operativos.

6. SUMARIO DE LA PONENCIA

Introducción

- 1 ANTECEDENTES DEL ANALISIS FINANCIERO
 - .1 El análisis de estados financieros y los principios de finanzas
 - .2 Relación del entorno económico y las finanzas
 - .3 La maximización de la riqueza de los accionistas
 - .4 Modelos de análisis financiero

1. ASPECTOS CUALITATIVOS Y CUANTITATIVOS DEL ANALISIS FIANCIERO
 - 2.1 Importancia del análisis cualitativo
 - 2.2 Herramientas del análisis cuantitativo

- 3 PROCESOS DEL ANALISIS FINANCIEROS
 - 3.1 Análisis Financiero
 - 3.2 Interpretación financiera
 - 3.3 Diagnostico Financiero
 - 3.4 Estrategias Financieras
 - 3.5 Políticas Financieras

- 4 RAZONES E INDICADORES FINANCIEROS
 - 4.1 Marco económico
 - 4.2 Indicadores de Liquidez
 - 4.3 Indicadores de rentabilidad

- 5 OTROS INSTRUMENTOS DE ANALISIS FINANCIERO
 - 5.1 Administración del ciclo operativo como herramienta de liquidez
 - 5.2 Utilización del flujo de efectivo como herramienta de liquidez y rentabilidad
 - 5.3 La teoría de las cinco fuerzas de Porter como instrumento de análisis financiero.

- 6 FINANCIAMIENTO DE LAS EMPRESAS
 - 6.1 Ratios de apalancamiento
 - 6.2 Ratios de aparcamiento del balance
 - 6.3 Ratios de cobertura
 - 6.4 Costo de la deuda
 - 6.5 Decisiones de los inversionistas

- 7 Propuesta de modelos para medir la liquidez y rentabilidad
 - 7.1 Modelo de liquidez basado en el ciclo operativo
 - 7.2 Modelo de liquidez basado en el flujo de efectivo
 - 7.3 Modelo de rentabilidad basada en las razones de liquidez

- 8 Evaluación y conclusiones

7) BIBLIOGRAFÍA:

Alemán Castilla Ma. Cristina
Primera edición 2003
MODELOS FINANCIEROS
CECSA

Alexander J. Gordón
Tercera Edición 2003
Fundamentos de Inversiones Teoría y Práctica
Prentice Hall

Andrés S. Suárez Suárez.

Cuarta edición 2002

Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa

Prentice Hall

Castañares Black y Scholes Jorge

Opciones más allá de la finanzas

Emery R. DOUGLAS y John D. Finnerty.

Primera edición 2000

Administración Financiera Corporativa

PRENTICE HALL.

Gitman J.Laurence

Décima edición 2003

Principios de Administración Financiera

PEARSON

Mascareñas Juan Universidad Complutense de Madrid.

Estructura de capital óptima

Universidad Complutense de Madrid

MYERS, Stewart: “Presidencial Address: The capital structure puzzle”, Journal of Finance 1984, 39(3). Pp.: 575 – 592

MYERS, Stewart y MAJLUF, N.: “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”. Journal of Financial Economics, vol. 13. 1984. Pp.: 187-221

Montalvo G. Mariana

Primera edición 2003

SECRETOS DE LA INFLACION, CONVERTIBILIDAD Y DOLARIZACION.
CECSA

Modigliani y Millar

Patrones de propiedad y gobierno: Una perspectiva Comparada

Superintendencia de Compañías

VAN HORNE C. JAMES

Undécima Edición 2002

Administración Financiera

PRENTICE HALL.