

ARTÍCULO DE INVESTIGACIÓN CIENTÍFICA Y TECNOLÓGICA

INVESTIGACIÓN TECNOLOGÍA Y COMPETITIVIDAD

EL RIESGO FINANCIERO Y SU IMPACTO EN LAS UTILIDADES DE LA EMPRESA. UN ANÁLISIS SOBRE ESTRUCTURA FINANCIERA Y ESQUEMAS DE FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PRODUCTIVO

OTRO MUNDO POSIBLE

Ph.D. Anadeo Moreno Torres

RESUMEN

Este artículo es producto de las investigaciones realizadas por el grupo de investigación INTECOM – PYMES, en el se analiza el riesgo financiero de las empresas, en términos de sus esquemas de financiamiento, se contrastan analíticamente los beneficios de éste con deuda para el sector empresarial, las limitaciones en la obtención de recursos financieros, como también el impacto de los costos en la utilización de fuentes informales de financiamiento, paralelas al sistema financiero oficial. Se enfatizan las relaciones causales de riesgo retorno de acuerdo con los niveles de financiamiento, de la estructura de capital y en general de la función financiera de las empresas.

PALABRAS CLAVE

Globalización financiera, tasas de interés, estructura financiera, apalancamiento financiero, flujos de caja.

ABSTRACT

This article is product of the investigations made by the group of investigation INTECOM – PYMES, which analyzes the financial risk of the companies, in terms of their schemes of financing, analytically resist the benefits of the financing with debt for the enterprise sector, the limitations in the obtaining of financial resources, like also the impact of the costs in the use of informal sources of financing, parallel bars to the official financial system. The causal relations of return risk are emphasized in agreement with the levels of financing, the structure of capital and in general of the financial function of the companies.

KEY WORDS

Financial globalization, financial structure, financial leverage, interest rates, flows of box.

Fecha de recepción del artículo: 13 de abril de 2008.

Fecha de aceptación del artículo: 11 de mayo de 2008.

¹ Doctor en Ciencias Económicas, Universidad del Zulia, Maracaibo, Venezuela (2005). Master en Administración, Instituto de Estudios Superiores de Administración (IESA), Caracas, Venezuela (1983). Licenciado en Física, Universidad Nacional de Colombia, Bogotá, Colombia (1975). Docente Investigador Universidad Libre, Bogotá, Colombia.

INTRODUCCIÓN

La actividad económica es un proceso que transcurre a lo largo del tiempo, en el cual los empresarios toman decisiones actuales con base en lo que ellos prevén será el futuro y sobre el cual no tienen ninguna certeza; por lo tanto es factible que sus expectativas resulten ciertas o erradas, dando origen de esta forma a excedentes o escasez de productos.

Por su parte, el dinero es el único bien que puede convertirse en forma directa e indirecta en cualquier otra mercancía, es decir, es más que un medio para facilitar el intercambio en una economía, mientras que las otras mercancías deben convertirse primero en dinero para poderse intercambiar unas a otras y no siempre pueden hacerlo con facilidad. El dinero es por lo tanto el más líquido de los activos. En efecto la liquidez de las demás mercancías se mide en términos de su facilidad de convertirse en dinero. La liquidez especulativa, por su parte, está relacionada inversamente con el diferencial entre la tasa de interés y la rentabilidad generada por los flujos futuros de la producción de bienes y servicios de las empresas.

En un Estado desarrollado, el motivo especulativo para preferir el dinero aumenta, permitiendo mayor grado de liquidez con la posesión de acciones y de bonos, lo cual facilita el financiamiento con ahorros de proyectos de largo plazo, con la desventaja de que paralelamente se fomenta la demanda de dinero especulativo en estos mercados. "La preferencia por la liquidez refleja el grado de desconfianza de los inversionistas con respecto al futuro y este nivel de desconfianza a su vez explica las fluctuaciones en la inversión" (Obregón, 1989:185-195).

En los modelos financieros la naturaleza especulativa en la posesión de bienes de capital, domina las características de la función de producción en cuanto a la definición de inversión.

En una economía capitalista, cada unidad económica puede ser caracterizada por su portafolio de inversión. La posición del portafolio determina a su vez un conjunto de flujos monetarios a recibir o a pagar en el futuro, flujos que están definidos con certeza como sucede con los pagos de un préstamo o el rendimiento de un bono, o pueden estar sujetos a incertidumbre

como el flujo de efectivo futuro que se espera obtener a partir de la operación de una planta industrial. Los activos y pasivos de toda unidad económica dan lugar al flujo de efectivo relacionado con las transacciones operativas y financieras de ingresos y pago de obligaciones futuras.

Es de esta manera como se establece la estructura financiera de los flujos de efectivo de las empresas, que definen su posición a futuro. La deuda en que incurren las empresas permite financiar la compra de bienes de capital y determinan flujos de efectivo ciertos, mientras que los activos de capital, al entrar al proceso productivo, generan flujos de efectivo a futuro que suelen ser inciertos. Al ser esta la característica fundamental de la economía monetaria, en la práctica las finanzas de los sectores empresariales son las que determinan el desenvolvimiento de la economía. Por esta razón, los niveles de crédito para el financiamiento de activos ocupan una singular importancia en el comportamiento de la economía, hecho que determina los niveles de apalancamiento financiero que se analizan a continuación:

1. NATURALEZA DEL APALANCAMIENTO FINANCIERO

El origen de las fuentes y necesidades de financiamiento de las empresas radica en el comportamiento mismo de la actividad económica. Ante escenarios de recesión económica, el nivel de empleo es bajo, y en consecuencia la demanda de bienes y servicios es superior a la oferta, puesto que mucha gente que no recibe ingreso por estar desempleada, sigue demandando bienes y servicios necesarios, tomando el dinero para comprar los bienes de sus ahorros o del patrimonio o en su defecto acudiendo a niveles de préstamo de familiares y amigos o deuda con bancos.

Por otro lado cuando la actividad económica es alta y los niveles de empleo muy elevados, la demanda de bienes y servicios es inferior a la producción total, en razón de que una parte del ingreso queda atesorado en forma de dinero captado como ahorro y no se convierte en adquisición de bienes y servicios.

El problema fundamental, por lo tanto, se plantea dentro del contexto financiero como el desconocimiento y la imposibilidad de calcular lo que el futuro nos tiene

reservado. En tales condiciones el dinero proporciona una seguridad psicológica frente a la incertidumbre.

Los empresarios no podrán tener la certeza de que la utilización de capital y mano de obra requeridas para la producción sea lo correcto, puesto que sus expectativas acerca de cuál será el valor de la demanda, para el momento en que sus productos estén disponibles para la venta, pueden resultar equivocadas. De tal forma que, si los empresarios emplean una cantidad de trabajo y capital mayor, en razón de altas expectativas acerca de la demanda futura del producto y al final estas resultan ser menores a las estimadas, existirá sobre oferta del producto y por lo tanto se incrementará la acumulación de inventarios. Este hecho tratará de corregir dicha acumulación empleando menor cantidad de trabajo y capital. Si por el contrario, la demanda futura del producto resulta ser mayor que la oferta, se presenta un proceso de incremento de precios de los bienes y servicios que a la larga reduce el beneficio de los empresarios.

Solamente si la demanda de bienes y servicios coincide con las expectativas de demanda futura de los empresarios, los empresarios realizarán entonces el máximo de beneficios posibles. Los demandantes estarán recibiendo la cantidad exacta de bienes y servicios que quisieran; todo el mundo queda satisfecho con lo que ocurre en la economía y por lo tanto se encontrará en equilibrio. "De este modo la existencia de una tendencia de la economía al equilibrio, depende de que exista un mecanismo que garantice que las expectativas se realicen siempre, situación por demás inalcanzable" (Moreno, 2007:100). En concreto, el apalancamiento financiero puede considerarse como un factor de riesgo para los empresarios y el suministro de los recursos financieros dentro de los términos razonables se convierte en una variable de alto impacto en el desarrollo del sector empresarial, que genera expectativas en cuanto al avance de nuevas inversiones.

2. LA INCERTIDUMBRE EN LAS INVERSIONES

En relación con el comportamiento de las inversiones, la forma más directa en que la incertidumbre del futuro de las inversiones afecta la economía del país, es actuando sobre la estructura financiera, mediante los

portafolios de inversión de las empresas, compuestos de activos financieros y no financieros en los que tienen algún control.

El bienestar de la empresa depende por lo tanto del comportamiento de los mercados financieros, en cuanto a las condiciones de contratación de préstamos, adquisición de insumos y venta de activos como también la emisión de acciones para financiarse.

Partiendo de estas interrelaciones financieras se determina el modo en que funciona la economía; de esta forma, el dinero y el sistema monetario constituyen el punto de partida natural de la teoría. El titular por ejemplo de un depósito bancario indirectamente financia la adquisición de bienes de capital a un empresario. En consecuencia los pasivos financieros de una empresa dan lugar por lo general a flujos de efectivo, que se cubrirán con los flujos financieros de las actividades productivas del sector empresarial.

La demanda de dinero con fines especulativos gira en torno a la medida en que se solicitan préstamos para financiar posiciones de bienes cuyo precio futuro está sujeto a variación; tanto en las condiciones de los préstamos en dinero como en los precios esperados de los bienes constituyen los determinantes de la demanda especulativa de dinero. El rasgo verdaderamente novedoso en la formulación de Keynes, es la vinculación de la demanda especulativa de dinero a las tasas de interés y a los precios de los bienes de capital. (Keynes, 2000, 76, 77).

La formulación teórica de la inversión de Keynes parte de la base de que el mundo en que vivimos es un mundo incierto y capitalista en que las empresas tienen proyectos de inversión, bienes y obligaciones que incorporan criterios del pasado y al mismo tiempo reciben y comprometen ingresos actuales y futuros y por lo tanto en un mundo de incertidumbre, la inversión es un proceso necesariamente especulativo.

De lo anterior se desprende que la relación entre la tasa de interés y el precio de los bienes de capital, se expresa en términos de dos mercados claramente definidos, uno en el cual están determinadas las tasas de interés y otro en donde están determinados los precios de los bienes de capital. Estas relaciones son secuenciales en el sentido de que los desequilibrios o los cambios en un mercado afectan al otro mercado

teniendo cada mercado su intervalo de ajuste. Las ideas de recesión y agotamiento de las inversiones se imponen en perspectivas cíclicas en que la inversión, la posesión de activos y las estructuras de las obligaciones están guiadas por consideraciones especulativas.

En las funciones de costo de las empresas, contenidas en la teoría de precio convencional, es conveniente resaltar que la curva de costos variables promedio no toma en cuenta el consumo de capital o costo de oportunidad; aunque este no sea propiamente un costo, en realidad determina el ingreso bruto mínimo para cada volumen de producción, que induciría a la empresa a usar sus bienes de capital en lugar de dejarlos ociosos.

En esta parte, la diferencia entre ingresos brutos y pago de intereses de financiamiento determina las utilidades brutas antes de impuestos. Si el esquema de financiamiento especifica la amortización del principal, entonces las necesidades de efectivo serán mayores a la pura carga por intereses y de acuerdo con los montos establecidos para la amortización del préstamo bancario de la deuda. Podemos ver por lo tanto que el esquema de financiamiento obliga a la empresa a usar parte de sus utilidades brutas antes del pago de impuestos, para solventar en parte los compromisos financieros. Si estos, son suficientemente altos y de corto plazo, pueden superar en algún momento los ingresos totales y la empresa entra de esta manera en pérdida, reduciendo el patrimonio de los accionistas.

Los ingresos brutos pueden entonces considerarse un flujo de efectivo independiente del ambiente financiero en el cual se desenvuelve la empresa. En un mercado perfecto de capitales en que la incertidumbre y la liquidez no afectan la evaluación de los bienes, la estructura de endeudamiento no afectaría la evaluación de la empresa. Sin embargo, para propósitos de evaluación de la liquidez en un contexto cíclico de tasas de interés, el concepto de flujo de efectivo para una empresa debe tomar en cuenta las cargas financieras y las obligaciones fiscales.

Si las cargas de financiamiento son altas en razón de mayores tasas de interés, entonces el volumen de

producción corriente de esos bienes se verá afectado por el precio corriente. Asimismo, por lo que toca al capital instrumental, si el ingreso disminuye a medida que aumenta la acumulación de capital, el precio de este debe bajar para que la tasa de rendimiento sea igual a la tasa de liquidez del dinero. "La interpretación de Minsky es que Keynes esboza aquí un proceso de acumulación inestable que se frena y acaba por detenerse. Pero los auges acerca de los cuales escribe Keynes, terminan con el estallido de una crisis". (Minsky, 1975: 94 a 96).

La decisión especulativa fundamental de una economía capitalista gira entonces en torno al hecho de que parte del flujo de efectivo previsto proveniente de operaciones normales, una empresa o una institución financiera, debe destinarlo al pago de interés y amortizaciones del capital de su deuda. Todas y cada una de las empresas especulan al adquirir dichos compromisos. Al hacerlo, la empresa considera tanto las condiciones en que se realizarán los pagos, como otras en que no pueden cumplirse o que solo se pueden cumplir a un costo elevado. Cuando acepta obligaciones financieras para adquirir activos, la empresa apuesta entonces a que la situación vigente en el futuro permitirá cumplir los compromisos de pago de efectivo. De acuerdo con la estructura financiera de la empresa, existen obligaciones propias y su habilidad para cumplir con ellas depende del flujo de efectivo que recibe de obligaciones de otras empresas con quienes tiene relaciones comerciales.

El sector real de la economía proporciona para la toma de decisiones de inversión, dos tipos de información; por un lado el rendimiento probable a futuro producto de las nuevas inversiones (Tasa Interna de Retorno TIR), y por el otro, el precio de los bienes de capital que conforman la inversión. Como la inversión fluctúa y uno de sus componentes básicos de análisis es la curva de oferta de bienes de inversión y teniendo en cuenta que esta es una función estable, las fluctuaciones entonces deben obedecer necesariamente a variaciones de los rendimientos probables, según los determinen, tanto la generación del flujo de caja libre como las estimaciones de las variables financieras que se tengan sobre el futuro.

Por lo tanto, los flujos de caja libre esperados sobre la producción de los bienes de capital y los niveles de

Inversión a valor presente, son las piedras angulares sobre las cuales se basan las influencias del sector real sobre la inversión. De hecho, los flujos de caja libres se realizan a lo largo del tiempo, mientras que el precio de los bienes de capital de las nuevas inversiones se da a valor presente, dando origen a uno de los problemas fundamentales que se deben afrontar, como es el establecimiento de una relación entre ambos.

Este punto de discusión se puede superar, estableciendo una relación con pendiente negativa entre la Inversión y la tasa de descuento llamada la curva de eficiencia marginal del capital, y segundo, mediante la capitalización de los ingresos producidos por las inversiones, a fin de generar un precio para los productos de las nuevas inversiones. Estos dos conceptos son equivalentes, puesto que queda definida la eficiencia marginal del capital, como la tasa de descuento tal, que iguala el valor presente de los flujos de caja libres, calculados sobre la base de los rendimientos esperados por la operación del bien de capital durante el tiempo de vida útil, con el precio del bien al momento de su adquisición, es decir la rentabilidad interna de las inversiones, que en teoría financiera se conoce como Tasa Interna de Retorno de las Inversiones (TIR).

3. EL MERCADO DE CAPITALES COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO

Un modo alternativo para determinar la demanda de bienes de capital asociado con las nuevas inversiones, se enfoca en la capitalización de los bienes probables. Esta interpretación da cabida explicitados factores atenuantes entre productividad e inversión. Si se considera la productividad como la variabilidad de los rendimientos probables y la inversión como la variabilidad de la relación entre el valor presente de los flujos de efectivo y la tasa de interés del mercado para préstamos en dinero, por lo tanto, un enfoque directo mediante los ingresos de las Inversiones y los factores de capitalización específicos es más preciso que un enfoque mediante la eficiencia marginal relativa. Por otro lado, se considera explícitamente el factor de capitalización, que puede tener una relación variable con la tasa de interés del mercado, a causa de los diferentes valores asignados a la liquidez.

Es así como, dos precios determinados por el mercado para los bienes de capital y el precio de los valores de las acciones, son dimensionalmente equivalentes al valor capitalizado de los ingresos de las nuevas inversiones. De una manera más directa, los precios de las acciones, en adición al valor de mercado de las deudas, nos dan una evaluación de los bienes de capital reunidos en una empresa. Si la evaluación en el mercado de capitales, es elevada con respecto al precio de oferta de los bienes de la nueva producción, presumiblemente se elevará entonces el ritmo de inversión en esos bienes. Así en el enfoque de la capitalización el precio de mercado de las acciones se puede integrar con gran facilidad en el análisis, cuanto mayor sea el valor de las acciones en el mercado para una tasa de interés y una serie de rendimientos dada, mayor será la capitalización sobre los rendimientos probables.

Un factor determinante de los niveles de inversión, son las tasas de interés del mercado, esta última, determinada a su vez por la oferta monetaria. En principio la tasa de interés sobre préstamos en dinero puede bajar tanto, que hay un momento en que los aumentos en la oferta de dinero no la reduzcan de manera efectiva. Tan pronto como la tasa de interés ha bajado a cierto nivel, la preferencia por la liquidez puede volverse absoluta, en el sentido de que casi todos prefieran efectivo a conservar dinero en el banco a una tasa de interés tan baja. En efecto hay situaciones en que el dinero puede marcar la pauta, en el sentido en que cambios moderados en la oferta de dinero producirán cambios moderados en la inversión y por ende en la demanda agregada.

En particular el financiamiento a través del mercado de capitales, aunque está sometido a los vaivenes del mercado, significa para los inversionistas oportunidades con mejores costos y mayor disponibilidad de recursos para la adquisición de activos, con riesgos relativamente más bajos, con el dinamismo de la actividad bursátil (ver foto 1, Mercado de valores de Wall Street).

4. RIESGOS DEL APALANCAMIENTO FINANCIERO

En una economía en que se pide y se da crédito, cobran especial importancia dos tipos de riesgos que

Foto 1. Mercado Bursátil en el mercado de valores de Wall Street



son importantes y requieren ser diferenciados dado su efecto en el volumen de las inversiones. El primer riesgo es el del empresario o prestatario y surge de las dudas que el mismo tiene respecto a la posibilidad de obtener los rendimientos probables que espera y cumplir sus compromisos adquiridos. Un segundo tipo de riesgo, es el riesgo del prestamista o institución que suministra los fondos.

El riesgo del prestatario puede deberse al azar moral, es decir, incumplimiento voluntario o cualquier otro medio lícito de eludir el cumplimiento de la obligación, ante la premisa de que alguien cumplirá por él, o simplemente ante una posible insuficiencia del margen de seguridad, producto de un desajuste entre los ingresos esperados y los que realmente ocurren.

El financiamiento de los activos también puede realizarse con fondos propios a través de la emisión de nuevas acciones. En cuanto a las acciones, cualquier desviación de los dividendos respecto de los esperados, afectará los precios de los valores. Los bienes de capital adicionales se pueden adquirir entonces con una mezcla en parte con fondos propios, y en parte con fondos prestados o fondos externos, siendo el capital obtenido por la emisión de nuevas acciones una de las fuentes de fondos externos. Es decir, la decisión especulativa fundamental que toman las empresas, es la de financiar los bienes de capital con recursos propios de la empresa, con préstamos bancarios o mediante la emisión de nuevas acciones. Cuando el financiamiento se hace con deuda bancaria,

los compromisos son contractuales con penas y sanciones por incumplimiento.

Para el cumplimiento de sus obligaciones contractuales, la empresa espera para el siguiente período unas ganancias operativas brutas, antes de intereses e impuestos y por consiguiente el financiamiento de activos mediante deuda bancaria afecta directamente la distribución de dividendos para sus accionistas. Independientemente del monto. La inversión agregada de la empresa, aunque incrementa el ingreso, también aumenta las necesidades de financiamiento interno, cuya disponibilidad espera tener en el período venidero, pero el volumen de inversión que se puede financiar internamente está determinado por la capacidad de financiamiento interno y es a menudo un recurso limitado en el sector empresarial.

En un mundo de incertidumbre, hay razones válidas para que una empresa con deudas posea también dinero ocioso y otros activos financieros. En parte esta posición de efectivo y activos financieros aíslan las operaciones normales de la empresa de las vicisitudes de las fluctuaciones del mercado. Cuando esos activos disminuyen, se reduce la protección de las empresas. Analíticamente la disminución de ese colchón de efectivo es equivalente a un aumento en las deudas, ambos cambios implican que ha aumentado los niveles de riesgo, en razón de una serie de eventos externos que pueden afectar seriamente la capacidad de la empresa, para cumplir sus compromisos o para realizar sus planes, es decir, ha disminuido el margen de seguridad.

El riesgo del prestatario se relaciona básicamente con dos aspectos; primero, en un mundo de incertidumbre la tasa de capitalización para cualquier tipo de bien de capital que haya de usarse en algún ramo comercial particular, disminuye a medida que aumenta la cantidad poseída; segundo, como el prestatario considera ciertos los flujos de efectivo, por deudas y como inciertos los rendimientos probables, aumentar la relación de inversión financiada mediante deuda disminuye el margen de seguridad por los compromisos financieros adquiridos y de ese modo reduce la tasa de capitalización que el deudor aplica a los ingresos por inversiones en bienes de capital. Este riesgo del prestatario es subjetivo, no aparece en los contratos que se firman, las instituciones financieras lo evalúan mediante análisis crediticio de los solicitantes.

generalmente basados sobre previsiones futuras de su flujo de caja; el riesgo del prestatario en la práctica es un punto focal de incertidumbre y de sorpresa de una situación favorable o desfavorable a futuro.

Por su parte el riesgo del prestamista toma la forma de mayores exigencias de flujo de efectivo en la contratación de deudas, a medida que aumenta la relación de deudas a activos totales. El riesgo del prestamista aparece en los contratos bajo diferentes formas: las tasas de intereses mayores, plazos de vencimientos menores, la exigencia en comprometer en garantía colateral bienes específicos, además de la restricción al pago de dividendos y la adquisición de nuevos préstamos.

Las empresas, entonces, necesitan refinanciar sus deudas a medida que vencen sus contratos; para algunas puede llegar a ser tan pesada la carga de los compromisos financieros de efectivo, que ante bajas expectativas de rendimientos futuros, se vean obligadas a vender o comprometer bienes de capital para conseguir el efectivo y satisfacer los compromisos financieros por las deudas contraídas. En el mercado de activos, mientras haya preponderancia de los vendedores sobre los compradores, podrán venderse los activos ante la necesidad de lograr posición con esta venta, pero cuando la depresión económica es muy generalizada, los precios de los activos pueden desplomarse abruptamente; al caer los precios de los activos incluyendo las acciones, también se desploma la tasa interna de retorno de las nuevas inversiones, lo cual conduce a una contracción generalizada de las inversiones.

Otro elemento fundamental en la teoría de las inversiones que merece ser resaltado, es el impacto de las instituciones financieras y la estabilidad del sistema financiero. Los bancos comerciales y la banca de inversión (banca de segundo piso), financian y actúan como intermediarios financieros para la adquisición de bienes de capital de las empresas, los bancos financian los activos reales y colocan en el mercado a su vez la adquisición de activos financieros, en particular la banca de inversión administra la distribución y los bancos comerciales financian la propiedad de las acciones.

Los bancos también viven la misma atmósfera de expectativas que los administradores de bienes

de capital reales, de acciones y otros activos financieros. El grado en que el apalancamiento de las inversiones se realice con financiamiento bancario, no solo depende de las expectativas de las empresas inversionistas, sino también de la voluntad de los banqueros, para acordar dicho apalancamiento; es por tanto una realidad, la serie de balances relacionados entre sí de las diversas empresas. Las partidas de balance crean flujos de efectivo como producto del resultado de un sistema de ingresos y gastos que incluye salarios, impuestos y ganancias brutas corporativas no financieras, como también gastos financieros relacionados con la estructura financiera de la empresa, que está integrada por intereses, dividendos, rentas y pago sobre préstamos y el producto de la negociación o comercio con bienes de capital e instrumentos financieros. Al afectarse la estabilidad de las empresas, a su vez se afectan los bancos y todo el sistema financiero es afectado. Se presenta entonces una cadena de acontecimientos que conduce a la crisis financiera sistémica y recesión.

Por otra parte, el estado de confianza que los sectores productivos tienen en las instituciones de crédito con las cuales obtienen préstamos, estado que a menudo se describe como el estado del crédito, es un factor determinante del riesgo financiero por apalancamiento de las nuevas inversiones. Una baja violenta en el precio de los valores de renta variable, que tenga reacciones sobre la rentabilidad interna de las inversiones, puede obedecer al debilitamiento de la confianza especulativa o del estado del crédito: este estado refleja la opinión que los bancos tienen sobre los deudores. Los banqueros financian a la vez activos reales y activos financieros de los accionistas. La revisión que hacen los banqueros de los criterios de apoyo por el uso del financiamiento de bienes de capital, puede tener fuerte impacto en el precio de los títulos y valores. Esto ocurre porque la organización de los mercados bursátiles, está hecha para facilitar las transacciones de valores, lo que da lugar a un enorme volumen de inversiones indirectas, y a una constante fluctuación de su precio de mercado. Cuando faltan los mercados de valores, no tiene objeto intentar reevaluar una inversión en la cual nos hemos comprometido. Pero la existencia del mercado de valores permite reevaluar muchas inversiones todos los días y estas reevaluaciones dan frecuentes oportunidades de financiamiento.

Las reevaluaciones diarias de las bolsas de valores, aunque se hacen con el objeto de facilitar el intercambio entre individuos de títulos y valores de inversiones pasadas, ejerce inevitable y decisiva influencia sobre las inversiones corrientes, porque no tiene sentido crear una nueva empresa incurriendo en un gasto mayor que aquel en que se incurriría al comprar otra igual ya existente a través del mercado de valores. Es importante mencionar que la optimización de los activos riesgosos que se negocian en el mercado de valores, se puede obtener por medio de la composición óptima de activos con riesgo en un portafolio y que están determinados por la relación riesgo retorno de los activos (Bodie, Merton, 2003:335).

Un especulador hace una fortuna apostando correctamente al viraje del mercado de valores, tomando posición larga cuando espera que aumenten los precios de los títulos o valores, o bien una posición corta cuando espera que disminuyan; bajo este contexto los especuladores pueden no hacer daño cuando son incrementos del precio en una corriente del desarrollo empresarial, pero la situación es seria cuando la empresa se enfrenta a un incremento de precios dentro de una corriente de especulación, y el desarrollo del capital se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino, en este caso es probable que la especulación impacte negativamente al sector empresarial.

Los propietarios de acciones pueden considerar el financiamiento por emisión de nuevas acciones como una opción alternativa para el financiamiento de posiciones de activos de capital. Es cierto que el mismo grado de confianza que afecta el financiamiento de las corporaciones, afecta el financiamiento de las acciones.

Las empresas pueden vender sus deudas en títulos y valores, en el mercado abierto, lo cual afecta el balance de efectivo en el corto plazo de otras empresas. Una práctica muy común en el mundo moderno de las finanzas es que los bancos emitan títulos y valores con respaldo de carteras de deuda, proceso denominado titulización de deuda, muy comúnmente usado en cartera con garantía hipotecaria o préstamos para la adquisición de automóviles, procedimiento en el cual juegan un papel importante las compañías de seguro. Este esquema conduce a una diversificación

del riesgo por una parte, y por la otra, a una liberación de la capacidad crediticia de los bancos.

5. MODELO DE APALANCAMIENTO FINANCIERO EN LAS EMPRESAS

El riesgo asociado con la forma como los empresarios financian sus operaciones en sus compañías es usualmente mencionado como riesgo financiero y está relacionado con la estructura de capital de la empresa. La presencia de préstamos en dinero o niveles de deuda en la estructura de capital, genera flujos financieros en forma de pagos de intereses que deben ser sostenidos por la empresa. La presencia de esos intereses acordados, determina que la cantidad remanente de ganancias disponible para la distribución de dividendos de los accionistas va a ser menor que si estos préstamos no existieran. El riesgo financiero está entonces relacionado con el hecho de que los gerentes de la empresa contraten o no préstamos bancarios. Una empresa sin deuda bancaria no tiene riesgos financieros.

Específicamente hablando del financiamiento con deuda bancaria, este comúnmente se conoce como apalancamiento financiero. (Financial leverage). Esta situación tiene tres efectos importantes en los accionistas comunes; en primer lugar el financiamiento con deuda incrementa la variabilidad de los retornos de la empresa. En segundo lugar las expectativas relacionadas con los retornos cambian cuando se incrementan los niveles de deuda. En tercer lugar el mayor nivel de apalancamiento incrementa el riesgo de quiebra de las empresas.

Para ilustrar este planteamiento asumamos que se tienen dos compañías idénticas en la misma línea de negocios y niveles de venta. Una de ellas es financiada totalmente con 1 millón de acciones comunes con un valor de 20 pesos por acción. La otra compañía es financiada mitad con acciones comunes, es decir 500.000, y la otra mitad con deuda de 10 millones de pesos a una tasa de 5% de interés; cada compañía tiene 20 millones de pesos en activos con ganancias esperadas de un millón de pesos, equivalente al 5% del total de activos. Asumimos como premisa que no existen impuestos sobre la renta.

En un año económicamente excelente, ambas compañías tienen ganancias operativas de 1.5

millones y en un mal año ganan 0,5 millones de pesos. La compañía A, sin apalancamiento tiene utilidades por acción en un año bueno de 1.5 pesos por acción, mientras que la compañía B tiene una ganancia por acción de 2 pesos. Si el año es malo la compañía A tiene unas ganancias por acción de 0.5 pesos mientras que la B tiene una ganancia por acción de 0. En el caso de B el efecto es magnificado por el nivel de apalancamiento, incrementando el riesgo financiero (ver Tabla 1).

Este análisis se realiza de acuerdo con los resultados operativos; sin embargo, es importante hacer notar que una empresa con alto nivel de endeudamiento enfrenta niveles más altos de riesgo en cuanto enfrenta mayores gastos financieros cuando las tasas de interés se incrementan. Supongamos que las tasas de interés se tripliquen, caso hipotético en el cual los gastos financieros también se triplican y por lo tanto el problema se hace crítico dado que la empresa endeudada muestra utilidades por acción de 0, mientras que la no endeudada sigue con una utilidad de 1,5 por acción para un año bueno. Cuando se enfrentan condiciones pesimistas, las utilidades operativas caen y la situación financiera empeora dados los altos gastos financieros. En este caso las utilidades por acción de la empresa A sigue siendo 0,5 mientras que las utilidades por acción de la empresa B son de 0. Este por supuesto es en la realidad el escenario negativo, que puede ser factible en una economía con grandes desequilibrios macroeconómicos.

Debe entenderse por efecto **apalancamiento** financiero o **leverage**, el impacto que tiene el financiamiento con deuda sobre la rentabilidad del capital propio. Cuando el rendimiento de los activos supera el costo de la deuda, una mayor utilización de deuda genera una amplificación de la rentabilidad de capital propio (Dumrauf, 2006: 511).

De esta forma los accionistas de una empresa apalancada reciben en un año bueno, mayores utilidades por acción que la compañía no apalancada. El significado de esto es una amplificación de la variabilidad de los retornos cuando se manejan niveles de apalancamiento y en general esta variabilidad de los retornos crece cuando el apalancamiento crece. Es decir se tiene mayor riesgo financiero.

Se puede concluir que ante ambientes financieros agresivos, con altas tasas de interés, los altos niveles de endeudamiento generan altos niveles de riesgo financiero, convirtiendo incluso a empresas eficientes con utilidades operativas significativas, en empresas con graves problemas financieros, generadoras de altos niveles de pérdida. Una empresa puede entonces ser eficiente sin embargo financieramente mal administrada por cuanto no se utiliza los niveles adecuados de deuda bancaria. Este comportamiento puede expresarse claramente mediante la relación entre Rentabilidad sobre los activos (ROA) y la Rentabilidad sobre el Patrimonio (ROE):

Tabla 1

Escenario	Optimista		Pesimista	
	Empresa A	Empresa B	Empresa A	Empresa B
Activos (\$)	20	20	20	20
Deuda	0	10	0	10
Acciones comunes (20\$/acc)	20	10	20	10
Utilidades operativas	1.5	1.5	0.5	0.5
Intereses	0	0.5	0	0.5
Utilidad Neta	1.5	1.0	0.5	0.0
Utilidades/ acción	1.5	2.0	0.5	0

Fuente: Construcción propia

$$ROA = ROA + (ROA - I) * D/P$$

Siendo,

I: la tasa de interés del mercado financiero

D: el nivel de endeudamiento

P: el patrimonio de la empresa.

Se puede concluir con esta ecuación que así como el financiamiento puede incrementar las utilidades para los accionistas cuando la diferencia (ROA - I) es mayor que cero, también puede disminuirlas cuando esta diferencia es menor que cero (Fischer, Donald, Jordan, Ronald, 1983:268).

COMENTARIOS FINALES

Se concluye afirmando que el financiamiento actúa como rector de la inversión, desalentándola unas veces y otras más promoviéndola, es decir que los aspectos financieros son un indicativo que marca el ritmo de la economía moderna. El comportamiento de la tasa de interés se convierte en una variable fundamental para el avance de las inversiones y el sano desarrollo de los negocios; no es solamente tener a disposición las fuentes de financiamiento sino que se requiere que estas tengan costos razonables

BIBLIOGRAFÍA

- DUMRAUF, GUILLERMO. Finanzas Corporativas. México. Editorial Alfaomega Grupo Editor, S.A., 2006, p. 511.
- FISCHER, DONALD, JORDAN, RONALD. Security analysis and portfolio management. New Jersey. Estados Unidos, Prentice - Hall, INC., Englewood Cliffs. 1983. p. 268.
- HOPENHAYN, MARTÍN. El mundo del dinero. Buenos Aires, Argentina, Editorial Grupo Editorial Norma, 2002, p. 153.
- KEYNES, JOHN MAYNARD. La Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero. México, Fondo de Cultura Económica. 2000, p. 76,77.
- MIRTON, ROBERT. BODIE. ZVI. Finanzas. México. Editorial Prentice Hall, Pearson Educación de México, S.A., 2003, p. 335.
- MINSKY, HYMAN. Las Razones de Keynes. México. D.F., Fondo de Cultura Económica. 1975, p. 94 - 96.
- MORENO, AMADEO. Los Retos de la globalización Financiera y la inserción eficiente de la pequeña y mediana empresa... Bogotá, Colombia. Revista Avances. Investigación en Ingeniería. Año 2 N° 3, 2005, p. 100.
- OBREGÓN, CARLOS. Controversias macro - económicas contemporáneas, México, D. F., Editorial Trillas, S.A. 1989, p. 185 -195.

y permitan un sano crecimiento del sector productivo. Por su parte, el desarrollo de los mercados financieros globalizados permite una mayor disponibilidad de recursos financieros, a través de los mercados de capitales altamente integrados.

El comportamiento financiero de las PYMES se caracteriza por grandes limitaciones para acceder a las fuentes de financiamiento formales establecidas por el sistema financiero de Colombia. Sin embargo, dada la importancia como sector generador de empleo y actividad económica, el Estado y las instituciones financieras, así como las Organizaciones no gubernamentales (ONG), están avanzando programas de desarrollo para poner el financiamiento al alcance de la pequeña empresa.

Sin embargo es necesario desarrollar paralelamente programas de formación y cultura financiera dirigidos a los empresarios de este sector, que les permita poner en práctica los adelantos en el área financiera.

Es igualmente necesario impulsar el desarrollo en la utilización de Tecnologías de la Información (TIC) con el propósito de optimizar la elaboración y manejo de la información financiera y de esta forma lograr una mayor participación en los adelantos del mundo globalizado.