



Universidad de Valladolid

FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES Y DEL TRABAJO DE
SORIA

Grado en Administración y Dirección de Empresas

TRABAJO FIN DE GRADO

Análisis de las decisiones financieras del IBEX 35

Presentado por María Ramos García

Tutelado por Conrado Diego García Gómez

Soria, mayo de 2018

CET

FACULTAD de CIENCIAS EMPRESARIALES y del TRABAJO de SORIA

Índice general

Introducción7

CAPÍTULO 1

Modelo de empresa

1.1. ¿Qué son las finanzas?13
1.2. Modelo de empresa.....14

CAPÍTULO 2

Las decisiones de inversión y financiación

2.1. Análisis de la decisión de inversión 23
 2.1.1. El valor actual neto (VAN)27
 2.1.2. El valor actual neto ampliado..... 28
 2.1.3. La tasa interna de rendimiento (TIR)29
 2.1.4. El plazo de recuperación (*Payback*)29
 2.1.5. El índice de rentabilidad (IR)29
 2.1.6. Técnicas preferidas por los directivos.....29

2.2. Análisis de la decisión de financiación.....30
 2.2.1. La Teoría del *Trade Off*36
 2.2.2. La Teoría del *Pecking Order*.....36
 2.2.3. El modelo de agencia37
 2.2.4. Fuentes de financiación preferidas por los directivos37

CAPÍTULO 3

Diseño de la investigación

3.1. Diseño del cuestionario	41
3.2. Descripción de la muestra; ¿Por qué empresas del IBEX?.....	43
3.3. Elección de técnicas de inversión.....	45
3.4. Elección de técnicas de financiación	46

CAPÍTULO 4

Análisis de resultados

4.1 Análisis preguntas decisión de inversión.....	49
4.2 Análisis preguntas decisión de financiación.....	54
Conclusiones.....	57
Bibliografía	59
Anexos	63

INDICE DE TABLAS, FIGURAS Y GRÁFICOS

Tabla 1.1: Empresas del Ibex 35.....	44
Gráfico 1.1: Factores decisión de inversión.....	50
Gráfico 1.2: Técnicas financieras	51
Gráfico 1.3: Frecuencia para identificar oportunidades futuras de inversión	51
Gráfico 1.4: Peso de las inversiones	52
Gráfico 1.5: Tasa de descuento para descontar CF	53
Gráfico 1.6: Estimación tasa de descuento	53
Gráfico 1.7: Métodos de financiación	54
Gráfico 1.8: Factores del nivel de endeudamiento	55
Gráfico 1.9: Peso financiación a largo plazo	55
Figura 1: Contacto y envíos de cuestionario a las empresas del Ibex 35.....	63
Figura 2: Resultados pregunta 1	64
Figura 3: Resultados pregunta 2	64
Figura 4: Resultados pregunta 3	65
Figura 5: Resultados pregunta 4	65
Figura 6: Resultados pregunta 5	65
Figura 7: Resultados pregunta 6	66
Figura 8: Resultados pregunta 7	66
Figura 9: Resultados pregunta 8.....	67
Figura 10: Resultados pregunta 9	67
Figura 11: Carta de presentación y encuesta.....	69

INTRODUCCIÓN

La importancia de la gestión financiera en las empresas se ha vuelto a poner de manifiesto tras la crisis del año 2007, pero a pesar de esto sigue habiendo empresarios que dicen que esta gestión es solo hacer registros contables.

La empresa es un organismo dinámico, que avanza en función de cómo se gestiona. Y dentro de la estructura, la administración del dinero de manera efectiva es la clave, ya que es aquí donde vemos la importancia de las finanzas en la empresa.

De este modo las finanzas juegan un papel dual, ya que sirven para registrar información y como herramienta para la toma de decisiones. Estas funciones se pueden ver en dos elementos básicos como son la contabilidad y el análisis financiero, de ellos sale la información que agrupa lo sucedido y la manera en que esta información se torna en un punto de referencia para dirigir el negocio.

El crecimiento de la empresa depende de una buena gestión financiera, una correcta administración de las deudas y de inversión en el negocio. En caso contrario, se podría dar un proceso de estancamiento. Por lo tanto, las finanzas hay que verlas como parte integral dentro de la estructura del negocio.

Una vez dicho esto, podemos decir que las finanzas en la empresa representan un valor para la gestión del negocio, ya que les permiten a los que dirigen a tener información que les ayude en la toma de decisiones.

La separación entre la teoría y la práctica es un aspecto clave en las decisiones financieras empresariales. Por eso, la literatura previa presenta constantes referencias a la responsabilidad de la teoría en la mejora de la práctica financiera (Hwang Chang, 1999). Otro ejemplo destaca que uno de los principales objetivos de la investigación financiera es el de ayudar a los directivos financieros a tomar mejores decisiones financieras (Ramírez, 1991).

La investigación empírica o práctica es el análisis de información obtenida a partir de la observación tanto directa como indirecta. La observación directa se utiliza para la obtención de datos objetivos y subjetivos. Los datos primarios son datos nuevos, y que han sido obtenidos con un propósito concreto por el que se realiza el estudio. Los datos secundarios han sido obtenidos con anterioridad para otro fin y el investigador los utiliza con el fin de describir la realidad.

La mayor parte de las investigaciones empíricas desarrolladas en el campo de la dirección financiera basan sus conclusiones en el análisis de la observación indirecta. Los estudios basados en la investigación directa han sido mucho menos frecuentes, además entre las publicaciones científicas principales de economía financiera se reducen casi a lo anecdótico como muestra Tufano (2001), en 1999 al menos el 27% de los trabajos empíricos fueron elaborados a partir de datos primarios frente a un 73% que fueron basados en datos secundarios. Esto se debe a que los resultados procedentes de fuentes secundarias son más fáciles de replicar.

En el estudio del distanciamiento entre la teoría y la práctica de la dirección financiera es una cuestión difícil de resolver, ya que no existen bases de datos sobre los criterios empleados por los responsables de las empresas para la adopción de las decisiones financieras y menos aún sobre las motivaciones y preferencias de los directivos. El modelo neoclásico de empresa supone el decisor es racional y *maximizador*, a quién nada puede apartarle de la aplicación de las normas teóricas. Pero la apertura de la caja negra de la empresa, por la teoría de la agencia, y posteriormente de la caja negra del individuo, por la propia evolución del modelo de hombre, dejan al descubierto, muchos de los modelos financieros y abren camino a nuevas líneas de investigación, tales como los costes de agencia, problemas de asimetrías de información o motivaciones y preferencias de los directivos, que no pueden acercarse por otros medios.

Entre las fuentes de observación directa posibles para llevar a cabo este problema, destaca la recopilación de información, mediante respuestas obtenidas de cuestionarios por los responsables. El objetivo de la recolección de datos por medio de preguntas es la generalización de resultados a una población (Pinsonneault y Kraemer, 1993).

Aunque el cuestionario no sea el enfoque académico estándar en finanzas y este menospreciado porque es poco científico, presenta el atractivo de su capacidad para unir la teoría y la práctica entre el mundo académicos y los directores de empresas (Graham, 2004).

En este trabajo pretendo analizar las discrepancias entre la teoría y la práctica y para ello primero, profundizo en el estudio de las diferencias de estas en la dirección financiera, segundo, se llevará a cabo una difusión a las empresas del Ibex 35 de un cuestionario como herramienta de investigación y el análisis de este y, tercero, comparar lo que en teoría deberían usar los directores financieros en cuanto a inversión y financiación y lo que realmente hacen.

La teoría nos dice que hay multitud de técnicas de inversión, pero que algunas son más convenientes que otras. Entre las técnicas más utilizadas por los directivos están el valor actual neto (VAN), la tasa interna de rendimiento (TIR), y el *Payback* o plazo de recuperación, junto a técnicas más sofisticadas como las opciones reales o la simulación. Aunque lo que hace llegar a unas u otras decisiones son características de la empresa, como el sector o el tamaño, y de los directivos, como la edad, estudios, pensamiento...

Las encuestas nos dan información sobre las motivaciones de los directivos y la importancia que le dan a los factores para la toma de decisiones.

En definitiva, lo que busco con este trabajo es encontrar relación entre las características de las empresas y sus directivos con alguna teoría de las estudiadas en las aulas.

Para ello la investigación está estructurada en dos partes diferenciadas. Los primeros capítulos son más teóricos, y luego nos encontramos con algo ya más práctico a través del cuestionario realizado a los agentes de las empresas encuestadas.

Debido a lo planteado hasta ahora, es decir, las discrepancias entre la teoría y la práctica presentes en la dirección financiera, he decidido realizar este trabajo, en la línea de otros con el mismo fin. Es decir, voy a investigar si las empresas del Ibex 35, siguen las pautas estudiadas en dirección financiera.

Para ello, el trabajo se distribuye de la siguiente manera. En el capítulo 1, lo primero que hago es hablar un sobre las finanzas y el modelo de empresa, donde hago un repaso a la función financiera de la empresa.

En el capítulo 2 realizo una revisión de la literatura de las decisiones de inversión y financiación, y cuáles son las principales modelos en cada caso.

En el capítulo 3, se describe el diseño de la investigación, como se ha realizado el cuestionario. Y también se verá porque he elegido las empresas del Ibex y las preguntas realizadas. El objetivo de este capítulo es guiar en el problema objeto en el estudio.

En el capítulo 4, analizamos los resultados dados del estudio. Se muestran los principales modelos de inversión y financiación empleados por las empresas del Ibex.

Y, por último, se concluye con los aspectos más importantes del estudio realizado en este trabajo fin de grado.

CAPÍTULO 1

MODELO DE EMPRESA

1.1. ¿Qué son las finanzas?

Las finanzas o economía financiera es la rama de la microeconomía que tiene por objeto el análisis de los procesos intertemporales de asignación de recursos en los que participan los individuos y las empresas (Zisswiller, 1976). Como disciplina intenta dar respuestas a incógnitas que surgen en el ámbito de la empresa con relación a la obtención de recursos financieros y su asignación, con los que adquirir y explotar oportunidades de negocio (Zingales, 2000).

Dependiendo de la importancia que se ponga en la participación de individuos o empresas, se distingue entre finanzas de Mercado y finanzas Corporativas.

Las finanzas de mercado son aquellas decisiones financieras individuales, y lo que tratan es de explicar el comportamiento de los individuos en los mercados de capitales y su funcionamiento. Y las finanzas corporativas o decisiones financieras empresariales tratan de explicar las decisiones financieras y su impacto sobre el valor de la empresa. Dentro de las finanzas corporativas, podemos destacar tres decisiones financieras, las cuales, son inversión, financiación y dividendos y el efecto que provocan sobre el valor de la empresa.

La decisión de inversión se basa en el empleo de recursos financieros, la asignación de capital en proyectos de inversión rentables y la medición de costes y beneficios presentes y futuros de una inversión. Por otro lado, la decisión financiera hace referencia a la elección entre medios de financiación propios y ajenos y determina el nivel de endeudamiento de la empresa. Y por último la decisión de dividendos que se basa en la elección entre autofinanciación y distribución de beneficios.

Las finanzas corporativas son la rama de la economía financiera que se ocupa del estudio de cómo se financian las empresas (Zingales, 2000).

El objetivo de la dirección financiera es determinar la combinación de decisiones de inversión, financiación y dividendos que maximizan el valor de la empresa para sus accionistas, es decir, la combinación óptima.

1.2. Modelo de empresa

Para poder entender la función financiera de la empresa, es preciso disponer de un modelo de empresa.

La empresa se puede definir desde muchos puntos de vista, pero a nosotros nos interesa desde el punto de vista económico. Este la define como un conjunto de factores productivos coordinados, cuya función es producir y cuya finalidad viene determinada por un sistema de organización social y económica en que se halla inmersa.

Dependiendo del sistema el objetivo de la empresa cambia, podemos ver que, si nos encontramos en países con sistema capitalista, el objetivo siempre es la maximización del beneficio, mientras que, en sistemas colectivistas con dirección central, el fin es cumplir objetivos que se le especifican en un plan general.

La empresa podemos decir también que es una sucesión en el tiempo de proyectos de inversión y financiación. Esta podrá sobrevivir y crecer en el tiempo cuando la rentabilidad de sus inversiones supere el coste del capital utilizado para su financiación.

Tenemos que destacar que modernamente en el término general finanzas o financiación empresarial se suele incluir tanto los problemas de financiación como los de inversión empresarial.

Con el paso de los años nos encontramos diferentes etapas y en ellas aparecen distintos modelos de empresa. En las dos primeras etapas nos encontramos con un modelo neoclásico basado en los postulados de la economía clásica, que consideraba a la empresa como un agente más que participa en el mercado, es decir, simplemente la empresa adquiere inputs y vende servicios en el mercado, sin preocuparse de lo que sucede más allá, siendo una mera transformadora. Y la tercera etapa es un modelo contractual, es decir, que la empresa se ve como nexo de contratos explícitos e implícitos. Surge a raíz del enfoque contractual. Y el objetivo a partir de aquí es maximizar el valor.

Cuando hablamos de modelo de empresa destacamos a Jensen y Meckling (1976) y su teoría de la agencia que muestra a la empresa como nexo de contratos. Nos dice que la empresa es una ficción legal que sirve de nexo para las relaciones contractuales. Y se caracteriza por la existencia de unos derechos residuales sobre los activos y sobre los flujos de caja.

La relación de agencia es un contrato bajo el cual el agente se compromete frente a otro a prestar un servicio en su nombre y que, implica una delegación en el agente de la capacidad para tomar decisiones.

La empresa se ve como un equipo, cuyos miembros actúan para satisfacer sus propios intereses, pero saben que su futuro depende de la

capacidad de supervivencia del equipo en el proceso de concurrencia con otros equipos.

La relación de agencia se establece cuando un principal encarga ciertos derechos, en un agente que está obligado mediante contrato a preservar los intereses del principal, y como compensación cobra una remuneración bajo la forma que sea. Este tipo de contratos implican cláusulas que describen el comportamiento permitido por los agentes, estas cláusulas son restrictivas de su ambiente de decisión.

Realmente lo que se pretende es minimizar la diferencia entre el nivel de bienestar que alcanza el principal, y el nivel que alcanzaría el agente, si el agente se comporta en forma óptima.

Y esto conlleva unos costes de agencia como son los costes de contratación que evidentemente, el propio coste del contrato, costes de incentivación que son los que incurre el principal para lograr que los intereses del agente coincidan con los suyos, costes de control en los que incurre el principal para garantizar que se está cumpliendo el contrato, costes de fianza en los que el agente deposita una fianza al principal para garantizar el cumplimiento del contrato y por último una pérdida residual, o costes asociados a dicha pérdida residual, que significa que el agente nunca va a converger al 100% con el principal.

Los altos costes de agencia en los cuales se inciden pueden llevar a problemas que se derivan de dicho coste asociado, de las características de los agentes y de la consiguiente necesidad de medirlos por aproximación, a fin de obtener beneficios, en la relación de agencia conducen a los problemas de agencia. Estos costes son la selección adversa que significa que uno de los agentes dispone de información que afecta al valor del contrato y que desconoce la otra parte y el riesgo moral que quiere decir que el agente y el principal pueden realizar acciones que afecten al valor del contrato para la otra parte, sin que esta tenga posibilidad de observarlas perfectamente sin costes.

Además, existen fuerzas externas que limitan el comportamiento de los agentes, y que están relacionados a la competencia, como la competencia en el mercado de capitales la cual tiende a igualar a largo plazo la tasa del beneficio neto esperado de las inversiones. La competencia en el mercado laboral de gerentes, esta tiende a igualar el salario real y total de los gerentes del mismo nivel de cualificación. Y por último la competencia entre equipos de gestión, donde se elimina la ineficiencia gerencial mediante el mecanismo de toma de control, factor disuasorio de un comportamiento gerencial errático ya que, si se da la toma de control, se puede perder el cargo que se posee en la empresa absorbida.

También hay fuerzas limitadoras del comportamiento que buscan reducir o eliminar el oportunismo del gerente o del cuerpo ejecutivo de la empresa que es gestionada por personas asalariadas y tratan de reconciliar mediante incentivos el comportamiento entre principales y agentes de tal forma que hay un mínimo de pérdida residual.

Pero la ampliación de la teoría de agencia más allá de la relación entre propietarios y altos directivos es más específica y centrada en la relación y

delegación de derechos de decisión y control, en el ámbito interno de la empresa.

Una de las aportaciones más importantes es fundamentar la separación entre los derechos de propiedad, o derechos sobre el residual, y los derechos de decisión. Los últimos implican delegar la responsabilidad sobre las decisiones en el agente que las ejecuta, en el ámbito de las tareas que realiza, y la consiguiente necesidad de control.

Si el conocimiento puede transferirse, sin pérdida relevante de información, al nivel organizativo en el que las decisiones deben ser adoptadas, es innecesario delegar y no existe problema de agencia.

En caso contrario, si queremos evitar el coste de la ineficiencia, debemos delegar en coste de agencia que se producen porque aunque el agente sea perfecto, no habrá coincidencia entre los mapas de preferencias del principal y el agente, llevándose a cabo por el agente actuaciones que se desvían de los intereses del principal y además porque existe información asimétrica, que facilita la selección adversa del agente o el riesgo moral consistente en actuaciones de este, buscando su propio interés.

Los problemas de agencia y los costes de su corrección o reducción suelen ser menores que los costes de ineficiencia. La forma en la que se organiza el control y sus costes reduce de forma eficiente la pérdida residual, que es el coste de agencia más positivo, ya que la supervisión también es necesaria por coordinación.

Los costes de ineficiencia requieren cambios en el sistema organizativo y productivo de la empresa para ser corregidos, mediante variación en la organización más extensos que los que permiten corregir el problema de la agencia.

Los altos directivos tienen el conocimiento específico sobre las situaciones complicadas que requieren la adopción de decisiones, y ese conocimiento es intransferible a los propietarios o accionistas para que sean ellos los que decidan. Esto mismo ocurre con los técnicos o especialistas, en los que también tendrán que delegar cuando realizan tareas complejas. Produciéndose como consecuencia problemas de agencia que deben ser corregidos con los mecanismos de control organizativo e institucional.

Las cuestiones del tamaño de la empresa y el conocimiento distribuido como dos fuentes relevantes de los problemas de agencia convergen con frecuencia.

En la corrección del problema de agencia se espera que el resultado de la forma institucional y del diseño de la organización sea el control del comportamiento de los agentes. En el caso de la teoría de la agencia la confianza y la inclinación a cooperar, aunque existan, quedarán reforzadas y garantizadas por los controles institucionales y organizativos.

Lo que entiende la literatura de agencia como forma institucional de la empresa es la distribución y asignación de derechos a los diferentes miembros de la organización. Derechos de propiedad o sobre el residual, la asignación de derechos de control y la asignación de derechos de decisión. Según como se haga esta asignación de derechos tendremos una u otra forma jurídica e

institucional de la empresa, y uno u otro tipo de empresa en la que quedan definidas de diferente modo las funciones del empresario o los directivos.

Tomando dos casos extremos la empresa de pequeño tamaño y la de gran tamaño vemos que en el primer caso el empresario concentra todos los derechos en su propia figura institucional como agente que aporta capital a la empresa y responde con su patrimonio ante terceros, le corresponde la denominación de principal y tiene asignados los derechos sobre el residual. En cuanto a los derechos de decisión y de control también recaen sobre el principal, de modo que no existe separación de derechos. Nos encontramos con que todos los derechos están concentrados en el empresario y este responde a una cuestión de eficiencia organizativa. El empresario es el agente que tiene mejor alineamiento de incentivos puesto que es el que pone en juego el patrimonio y que reúne mayor experiencia y conocimiento del negocio, por lo tanto, le corresponde tener el derecho de decisión.

Sin embargo, cuando las empresas tienen una cierta dimensión, el derecho de decisión, es responsabilidad del empresario. Pero para las decisiones importantes que tienen transcendencia estratégica, el empresario suele reunirse con sus altos directivos en consejo de administración, y de ahí salen las decisiones definitivas.

En cuanto al derecho de control, es una función diferente dentro de la dirección, que en las organizaciones empresariales queda en manos del empresario, ayudado por los soportes técnicos y agentes que el considere oportunos.

En la sociedad anónima la función de control, la realiza el consejo de administración, establecido de modo formal en la organización. La función de toma de decisiones les corresponde a los altos directivos, pero las propuestas importantes de especial importancia deben ser autorizadas por el consejo de administración.

Esta unión y separación de funciones y derechos que se produce de forma natural dependiendo del tipo de empresas es el mecanismo básico de control del problema de agencia. La introducción en el consejo de administración de directivos de otras empresas como consejeros externos introduce un elemento de independencia que puede mejorar la conducta de los directivos en el ejercicio de control, y la aprobación de planes propuestos, proporciona herramientas técnicas para facilitar este control. En definitiva, la esencia del problema de agencia está en el conocimiento específico que poseen los agentes, haciendo conveniente delegar en ellos derechos de decisión.

Para el estudio del problema de agencia en el conjunto de la empresa, los diferentes tipos de trabajo y el conocimiento que incorporan son importantes. En los niveles medios y bajos de la jerarquía administrativa habrá menos problemas de agencia con directivos de esos niveles, porque su margen de interpretación y elección en la toma de decisiones es menor. Del mismo modo en aquellas áreas de actividad de la empresa en las que el conocimiento incorporado por los técnicos o los empleados es menor, la delegación de derechos de decisión será menos necesaria y disminuirá el problema de agencia.

Cuando el conocimiento específico distribuido quiere trabajo cualificado a niveles medios o altos, los profesionales que trabajan en la empresa, interesados en incrementar el capital humano y los ingresos que pueden obtener como compensación a un trabajo eficiente, exigen un buen trabajo a los compañeros que interactúan o con los que comparten diferentes actividades.

Cuando la empresa concentra los tres tipos de derechos, los derechos sobre el residual como propietario de capital y responsable máximo de la empresa, los derechos de control, de los cuales es el responsable máximo, aunque comparta esta tarea con otros directivos y los derechos de decisión en cuya aplicación tiene la autoridad máxima. En este caso la empresa tiene las características de empresa simple, con poco conocimiento distribuido y, por tanto, con pocos profesionales en los niveles operativos de la organización, el control es mutuo pero escaso o inexistente.

La delegación de derechos de decisión a niveles jerárquicos inferiores a los de los altos directivos, es mayor o menor, en función del conocimiento específico distribuido entre los empleados y técnicos de las diferentes áreas y tareas.

Sin embargo, el control efectivo del problema de agencia no se garantiza debido a que ningún sistema de control puede guiar de forma positiva el comportamiento de los agentes a los cuales se les da un amplio margen de actuación para que actúen según su conocimiento específico. Además, refiriéndonos a la sociedad anónima, la idea misma de control, tal como está planteada y el control formado por el consejo de administración, tienen imperfecciones.

Respecto a la idea misma de control, diferentes autores, subrayan la importancia de la cooperación entre los altos directivos y el consejo de administración, como una cuestión que puede ser más importante que el control para el funcionamiento eficiente de la empresa. Esta sugerencia puede incorporarse a la teoría organizativa de agencia sin perturbar la cooperación que debe existir, y sin duda contribuirá a una mayor eficiencia, pero ello no hace innecesario el control. La confianza como dice Williamson (1992) es importante pero lo es mucho más respaldada por un contrato.

En las grandes sociedades anónimas, el instrumento de control se materializa en el consejo de administración, en esta situación sí que nos encontramos problemas de contaminación entre los directivos que deben autorizar las decisiones importantes y controlar desde el consejo, y los directivos que deben ser autorizados y controlados, es difícil alcanzar una solución completa a estos problemas de contaminación. Para garantizar un control efectivo, una parte de los miembros del consejo son directivos que provienen de otras grandes empresas. Estos directivos deben ser contratados por su prestigio y experiencia. Pero aun así no se asegurará, un control suficiente. El conocimiento específico de los directivos que obliga a delegar y crea el problema de agencia, se vuelve a manifestar, impidiendo cerrar de forma satisfactoria el sistema de control.

Pero, además, como señaló Peter Drucker (1946), los consejeros externos difícilmente se interesarán lo suficiente en los problemas de las empresas de las que son consejeros externos, y en caso de que lo hagan, no tendrán suficiente conocimiento específico para entender muchos de los problemas sobre los que tendrán que pronunciarse.

Por otra parte, cuando nos encontramos pequeñas empresas de carácter familiar existen con frecuencia problemas previos a la concentración en el empresario de los derechos de propiedad, decisión y control. Estos problemas están ligados a la dificultad para que se concentre de forma operativa la figura del empresario. Entonces no solo nos encontramos los problemas de agencia ya nombrados, sino que surgen también problemas de costes de la acción colectiva, que son problemas de agencia entre los propietarios. Esto lleva a que falte la necesaria unidad de dirección y los acuerdos indispensables para definir la estrategia, en una situación entre los propietarios en la que, si falta la negociación y el entendimiento, no existen procedimientos formales para resolverla.

Finalmente, en las empresas de trabajo asociado o cooperativas de trabajo asociado, todos forman parte del principal, puesto que cada miembro tiene una parte alícuota del capital, pero al igual que en la empresa familiar podían existir problemas de costes de acción colectiva entre los propietarios, aquí esos costes pueden producirse de forma aún más intensa, al ser mucho más amplio el número de propietarios. El aumento de propietarios puede llevar en este caso a la formación de grupos de interés o coaliciones.

Por tanto, cuando el tamaño lo permita se formarán coaliciones y grupos de opinión en la asamblea sin que sea posible aclarar si se deben justificar diferencias en la interpretación de la información, discrepancias de opinión o estrategias orientadas a favorecer a una parte del colectivo.

Para gestionar y corregir el problema de agencia en una cooperativa de trabajo, que consta de tres órganos de representación y gestión. Nos encontramos con la asamblea, de todos los socios cooperativos, que son los trabajadores de la empresa, siendo este órgano el más representativo, y donde se deberá aprobar el plan de gestión, presupuestos... El consejo social, elegido por asamblea, que ejerce una supervisión directa sobre el equipo de dirección, y, por último, el equipo de dirección que es nombrado por el director, el cual, según los estatutos de la cooperativa habrá sido nombrado por la asamblea o consejo rector.

El consejo rector ejerce control sobre el equipo de dirección, aunque puede haber fallos de los conocimientos en dirección de los consejeros para poder ejercer un control efectivo, o puede que haya intereses coincidentes entre el presidente del consejo y el equipo de dirección.

Por otro lado, el equipo de dirección ejerce el control sobre el conjunto de socios trabajadores de la cooperativa, en la medida en que haya conocimientos específicos sobre tareas idiosincráticas, deberá delegarse en los cooperativistas o socios trabajadores que tienen poder legal e institucional para ejercer el control sobre el equipo de dirección y sobre el consejo rector, si bien se acumulan los problemas para que estos controles desde la asamblea puedan ser efectivos. Primero porque habrá fallos de los conocimientos en dirección, por parte de muchos miembros de asamblea, para ejercer el control.

Y segundo porque la asamblea está dividida en corrientes de opinión y coaliciones, una de ellas, las que defiende el enfoque de la dirección, con capacidad ideológica e intelectual para atraer a socios alejados de las tareas directivas.

Las cuestiones claves a las que debe enfrentarse el director financiero según (Solomon, 1972) son: ¿Cuál debe ser la dimensión de la empresa y su ritmo de crecimiento?, ¿Qué clases de activos ha de poseer la empresa? Y ¿Cuál debe ser la composición de su pasivo? Responder conjuntamente a las tres preguntas anteriores es lo que maximiza el valor de la empresa.

Las tres decisiones financieras que destacan en una empresa son la de inversión, financiación y dividendos. La primera de ellas, inversión, se centra en el empleo de recursos financieros en activo fijo, la asignación de capital en proyectos de inversión rentables, y el rendimiento. La de financiación se centra en la elección entre medios de financiación propios y ajenos y determina el nivel de endeudamiento de la empresa. Y por último la de dividendos que se basa en la elección entre autofinanciación y distribución de beneficios.

CAPÍTULO 2

LAS DECISIONES DE INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN

2.1. Análisis de la decisión de inversión

El concepto de inversión es uno de los más difíciles de definir. A continuación, pongo la definición más general que se puede dar al acto de invertir. La cual dice que mediante dicho acto tiene lugar el cambio de una satisfacción inmediata y cierta a la que se renuncia, contra una esperanza que se adquiere y de la cual el bien invertido es el soporte. (Massé, 1963.) Pero como ya he dicho, es una definición muy general, y durante este punto del capítulo voy a intentar concretarla.

Cuando intentamos hablar de inversión no podemos hacerlo sin hablar también de capital, son dos conceptos muy relacionados y de los que no se puede hablar por separado. Inversión significa incremento neto de capital. La inversión de un periodo viene determinada por la diferencia de capital existente al final y al comienzo de un periodo de tiempo, cuando esta diferencia es positiva habrá inversión de capital y cuando es, al contrario, es negativa, habrá desinversión o consumo de capital.

Para hablar de capital podemos hacerlo desde tres puntos de vista diferentes, y por lo tanto también de inversión.

El primer sentido de capital puede ser el jurídico, que dice que el capital es todo aquello que puede ser objeto de un derecho de propiedad y es susceptible de formar parte del patrimonio de una persona física o jurídica. Desde esta perspectiva se incluyen las fincas urbanas, equipos productivos, naves industriales, automóviles, valores mobiliarios, dinero en metálico, bienes inmateriales... La inversión en sentido jurídico se entiende la adquisición o apropiación de cualquier elemento nombrado anteriormente.

Si hablamos de capital en sentido financiero es una suma de dinero que no ha sido consumido por su propietario, sino que ha sido ahorrada y colocada en el mercado financiero, con la esperanza de obtener una renta posterior. De esta manera el capital financiero de una familia está compuesto por el valor de sus inversiones bursátiles, más el valor de los depósitos o imposiciones en instituciones financieras, más el valor de los préstamos concedidos a terceras personas... La renuncia al consumo presente es compensada por una renta

futura, bien sea en forma de dividendos, intereses... Cuando hablamos de inversión en sentido financiero se entiende a la colocación en el mercado financiero de los excedentes de renta no consumidos.

Por último, en sentido económico, decimos que es un conjunto de bienes que sirve para producir otros bienes. Es un conjunto de bienes heterogéneos; terrenos, edificios, maquinaria, patentes... es decir todos aquellos elementos que forman parte del activo de una empresa o unidad económica de producción. En suma, forman parte del capital en sentido económico, todos aquellos bienes económicos que están afectados a tareas productivas. Invertir en sentido económico consiste en afectar bienes económicos a tareas productivas. Una empresa invierte en sentido económico cuando adquiere elementos productivos, es decir, cuando incrementa sus activos de producción.

Toda inversión se puede definir por la corriente de cobros y pagos que origina. La empresa irá dando preferencia aquellas inversiones más rentables, por ello, es lógico que la rentabilidad marginal es decreciente, al contrario, el coste de las inversiones es creciente, ya que la empresa acudirá primero aquellas fuentes de financiación más baratas.

Las inversiones se pueden clasificar desde diferentes puntos de vista. Atendiendo a la función de las inversiones en el seno de la empresa Joel Dean nos dice que las inversiones pueden ser de renovación o remplazo que se llevan a cabo con el objetivo de sustituir un elemento productivo antiguo por otro nuevo. También nos dice que las inversiones pueden ser de expansión que son las que se efectúan para hacer una demanda creciente. El siguiente tipo es el de inversión de modernización o innovación, que son las que se hacen para mejorar los productos existentes o para la puesta a punto del lanzamiento de un nuevo producto. Y, por último, nos encontramos con inversiones estratégicas, que son aquellas que tratan de reafirmar la empresa en el mercado, reduciendo los riesgos que resultan del progreso técnico y la competencia.

Si hablamos de inversión en el tiempo podemos hablar de inversiones a corto y largo plazo. Las de corto plazo son aquellas que comprometen a la empresa durante un corto período de tiempo, normalmente inferior a un año, mientras que las de largo plazo comprometen a la empresa durante un largo periodo de tiempo.

Además, las inversiones se pueden clasificar atendiendo al objeto en que se concreta la inversión, y así se puede hablar de inversiones en equipos industriales, almacenes, mobiliario, materias primas...

Atendiendo a la relación que guardan entre si las inversiones se pueden clasificar entre complementarias que se da cuando la realización de una de ellas facilita la realización de las restantes. Si la realización de una exige la realización de otra u otras, decimos que son inversiones acopladas. Son substitutivas cuando la realización de una de ellas dificulta la realización de las demás. Si la aceptación de una o varias inversiones excluye automáticamente la de las restantes, se dice que las inversiones son incompatibles o excluyentes. Por ultimo las inversiones son independientes, cuando no guardan relación entre sí.

La gestión conveniente de sus activos (inversiones) y sus pasivos (recursos financieros) le lleva a la empresa a alcanzar el punto de equilibrio. De esta manera hará máximo su beneficio y, por lo tanto, la riqueza de sus accionistas.

Un problema que se presenta en toda decisión de inversión es que hay que determinar la rentabilidad del proyecto de inversión. Al tener de una medida de la rentabilidad del proyecto se podrá decidir si este conviene o no llevarlo a cabo, a parte cuando se tiene unas alternativas de inversión, estas se podrán ordenar de mayor a menor rentabilidad, para realizar así en primer lugar aquellas que son más rentables. Esta jerarquización de las oportunidades de inversión es importante cuando la empresa dispone de unos recursos financieros menores de los que necesita para realizar todas las inversiones que superan la rentabilidad mínima aceptable, esto quiere decir que por debajo no interesa la inversión, aunque se disponga de recursos financieros suficientes para afrontarla, esto se debe a que la empresa debe de ir asignado los recursos financieros en primer lugar aquellas inversiones que son más rentables.

Lo más importante es que el objetivo fundamental de la empresa es maximizar su valor, y, por lo tanto, vamos a repasar aquellos criterios de decisión de inversión que contribuyan a la realización de dicho objetivo.

Los criterios de valoración y selección de inversiones se pueden clasificar en dos grupos, primero nos encontramos con los métodos aproximados que no tienen en cuenta la cronología de los distintos flujos de caja y operan con ellos como si se tratara de cantidades de dinero percibidas en el mismo de tiempo. Son métodos aproximados pero que en muchos casos son útiles en la práctica, pero no se nos pueden olvidar las limitaciones para evitar llegar al error.

En segundo lugar, están los métodos o criterios que tienen en cuenta la cronología de los flujos, y utilizan por ello el procedimiento de la actualización o descuento, con el objetivo de homogeneizar las cantidades de dinero percibidas en diferentes momentos del tiempo. Estos métodos son mucho más científicos.

En los últimos años la literatura financiera dejar ver que algunas de las herramientas que nos son bien vistas desde el punto de vista académico, se utilizan en la práctica, y al contrario las que son recomendadas tardan en ser aceptadas.

En este punto voy a hablar sobre la decisión de inversión, el proceso de inversión en la empresa, y los criterios de valoración y selección de inversiones. Además, vamos a ver las técnicas de inversión que son propuestas en los manuales de la dirección financiera.

La inversión, es una actividad que consiste en la materialización de los recursos financieros disponibles en bienes de activo empresarial. Es el empleo de los recursos financieros en activos fijos o circulantes.

La empresa para poder invertir, primero, recoge financiación de los fondos propios, luego con el activo en el que hemos invertido se consigue un

beneficio, y con ese beneficio consigue devolver el préstamo, por lo que nos encontramos en un círculo.

Dentro de los objetivos de la decisión de inversión nos encontramos con satisfacer las necesidades humanas, es decir, atender la demanda de los consumidores, materializar los recursos financieros disponibles en inversiones productivas y obtener rentabilidad de los proyectos de inversión superior a los costes originados por la contratación de recursos financieros.

La decisión de inversión es esencial para toda empresa, necesaria para nacer, crecer y sobrevivir. Estos tres conceptos se relacionan con la inversión inicial, inversión por ampliación y la inversión de mantenimiento.

También podemos decir que es un proceso de decisión complejo ya que plantea muchos interrogantes como la dimensión y el volumen de dicha inversión, a que sector de actividad en el que invertir, cuándo invertir y períodos de vida útil, quién debe invertir y dónde invertir...

Existen múltiples proyectos de inversión empresarial, esto significa que hay muchas oportunidades de negocios, pero los recursos financieros son limitados y hay que elegir los proyectos de inversión más viables. Esto lleva a las empresas a plantear muchas opciones. Y elegirán aquellas que atienden mejor a la demanda insatisfecha, que se ajustan a los recursos financieros disponibles y proporcionan más rentabilidad y menor riesgo.

Tomar una decisión de inversión implica tomar una decisión estratégica ya que es una decisión a largo plazo y tiene un impacto significativo. Son decisiones que se toman pocas veces e implica varios periodos, peligra la supervivencia de la empresa e influye en el valor, la competitividad, la imagen y el prestigio.

Además, también influye en la dimensión y el tamaño de la empresa porque aumentan los activos, la capacidad productiva neta y el nivel de producción y ventas.

Implica unos riesgos como la posibilidad de perder lo invertido si no se cumplen las expectativas ya que los resultados son variables e inciertos. Hay que hacer un desembolso actual a cambio de esperanza de beneficios futuros. Y estos disminuyen a través de la diversificación de inversiones.

Entre los objetivos de una decisión de inversión podemos decir que está el de incrementar el valor de la empresa y los beneficios, aumentar el nivel de producción, reponer los equipos amortizados y obsoletos, incrementar la cuota de mercado, reducir los costes de producción, aumentar la calidad de los productos, aumentar la competitividad...

La decisión de inversión es un proceso a través del cual tiene lugar el intercambio de una satisfacción cierta e inmediata a la que se renuncia por unas expectativas de beneficio cuyo soporte material es el activo o bien en que se materializa la inversión.

Toda inversión tiene un coste, renuncia a una satisfacción cierta e inmediata, se adquiere un bien, que en él se fundamenta el beneficio futuro.

En un proceso de inversión se identifican varios elementos, a la persona física o jurídica que invierte, el objeto en que se invierte, el coste que supone la

adquisición del objeto soporte de la inversión y la esperanza de beneficio futuro.

El proceso de inversión cuenta con unas etapas, que son la generación de oportunidades de inversión en activos reales, la estimación de la dimensión financiera de cada alternativa de inversión, la evaluación de cada alternativa utilizando criterios y modelos orientados al objetivo de la empresa, la elección de la alternativa en función de la condición de efectividad impuesta. Y por último la reevaluación de las decisiones adoptadas, si es posible, en función de los cambios en los parámetros estimados.

Una idea muy aceptada es que el éxito de una empresa depende, principalmente, de las decisiones de inversión. Brealey y Myers dicen que “una buena inversión sigue siéndolo, aunque no se financie de manera óptima, pero una mala inversión será una decisión equivocada por muy bien que se diseñe su financiación”.

Revisando la literatura financiera, aunque se ve una mejora en las técnicas empleadas por los directivos, apenas ha cambiado en los últimos años. Unas pocas empresas, en crecimiento, son las más propensas a utilizar técnicas más innovadoras, mientras que el resto siguen utilizando métodos más simples, pero menos convenientes desde el punto de vista teórico, como son el *Payback* (plazo de recuperación), o la TIR (tasa interna de rendimiento). Estudios recientes como Graham y Harvey (2001) o Brounen et al. (2004) dicen que siguen siendo preferidos el *Payback* o TIR frente al VAN (valor actual neto) y el VAN ampliado, más apropiados desde la teoría.

Los métodos explicados en clase de Dirección Financiera podemos decir que son el VAN, el VAN ampliado, TIR, el IR (Índice de rentabilidad) y el *Payback*.

2.1.1 El valor actual neto (VAN)

Sabiendo que el objetivo de la empresa es la maximización del valor de esta, la dirección debe jerarquizar las oportunidades de inversión según la contribución de cada una de ellas a conseguir dicho fin, y llevar a cabo aquellas con mayor incidencia sobre el valor total de la empresa. Una vez hecho esto, la asignación de recursos queda reducida a la estimación del valor adicional que cada una proporciona a la empresa cuando es incorporado a la cartera, y la selección se convierte en un mero ejercicio de valoración. (Myers y Turnbull, 1977).

El VAN se define como la diferencia entre el valor del proyecto y el desembolso. O lo que es lo mismo la diferencia entre lo que adquiere la empresa al invertir en un proyecto y lo que paga por su adquisición.

$$VAN = -A + V.$$

donde A es el desembolso, y V el valor del proyecto.

El VAN establece que se debe llevar a cabo primero los proyectos cuyo valor actual neto sea mayor. El valor del proyecto es la suma de los valores actuales de los flujos de tesorería que se espera que el proyecto genere a lo

largo de su vida, siendo cada uno igual al valor esperado del flujo de tesorería actualizado a la tasa de descuento apropiada.

La determinación de la tasa de descuento se obtiene a partir del coste de oportunidad, como la rentabilidad a la que renuncia la empresa como consecuencia de llevar a cabo el proyecto. De acuerdo con el CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), la rentabilidad que se debe esperar de cada activo es en función del riesgo y en concreto es del riesgo que no puede eliminarse mediante diversificación.

La rentabilidad esperada en equilibrio de cualquier activo con riesgo es igual a la rentabilidad que da el activo libre de riesgo más la prima del riesgo sistemático, que es igual al precio que paga el mercado por unidad de riesgo sistemático por la cantidad de riesgo sistemático.

El VAN nos proporciona una medida de su contribución a la creación de valor, que permite incorporar el valor temporal del dinero y el precio del riesgo por el que se paga en el mercado.

2.1.2 El valor actual neto ampliado

Hay algunos casos en el que las inversiones empresariales no nos dan un flujo de tesorería positivo y sin embargo resultan vitales para que la empresa siga adelante. Esto ocurre con la investigación y el desarrollo, cuyo su resultado, si sale bien, es conocimiento.

Los resultados de una inversión pueden ser monetarios, es decir, flujos de tesorería generados por la inversión y representan la única fuente de valor considerada por el modelo de descuento de flujos. Por otro lado, pueden ser no monetarios, cuya naturaleza es de tipo intangible, como el conocimiento, marca, fidelidad.... Estos tienen valor en la medida en que permiten a la empresa hacer algo que sin ellos no se podría dar el caso, como son las opciones reales.

El VAN y el VAN ampliado son medidas de la aportación de la inversión a la creación de valor. Ambos modelos aproximan el incremento neto del valor de la empresa que cabe esperar de la inversión a partir de la diferencia entre el desembolso y lo que se obtiene.

El VAN muestra el valor de la inversión a través de la corriente de tesorería que se espera que genere la inversión y los principios financieros del valor temporal del dinero y la relación de mercado entre rentabilidad y riesgo.

El VAN ampliado es el VAN más el valor actual de sus opciones reales. Estas se pueden valorar a partir de los argumentos de réplica y arbitraje de Black & Scholes (1973) y el modelo binomial (Cox, Ross y Rubinstein, 1979).

2.1.3 La tasa interna de rendimiento

Tasa de descuento, r , que hace que el VAN se iguale a cero. Es una medida de rentabilidad sobre el capital invertido en un momento determinado.

El criterio de aceptación consiste en invertir siempre que la TIR supere el coste de oportunidad.

Los manuales dicen que VAN y TIR coinciden siempre en cuanto aceptación o no de proyectos independientes, pero que difieren en la jerarquización. En caso de conflicto siempre seguir al VAN dado que permite medir el grado de consecución de cada proyecto objetivo de creación de valor.

2.1.4 El plazo de recuperación

Tiempo necesario para que los flujos generados por el proyecto cubran el desembolso realizado. Puede calcularse teniendo en cuenta el valor temporal del dinero mediante la actualización de los flujos de tesorería (*payback* descontado).

El criterio de aceptación es que sea menor a un plazo máximo que los responsables de la empresa deben determinar. Este modelo nos proporciona un método para establecer el plazo máximo para la aceptación de la inversión.

Los proyectos seleccionados no tienen que ser los que contribuyan en mayor medida a la creación de valor. Es un criterio de liquidez que nos lleva a aceptar los proyectos que permiten recuperar el desembolso antes.

2.1.5 El índice de rentabilidad

Cociente entre el valor actual de la corriente de flujos de tesorería esperados y el desembolso, es decir, es igual a uno más el cociente entre VAN y el desembolso.

La aceptación consiste en que el índice de rentabilidad sea superior a la unidad, solo se consigue si el VAN es positivo. Aunque coincide con el VAN en el criterio de aceptación, no tienen por qué coincidir en jerarquización.

Es una medida relativa de la creación de valor que no tiene que implicar la elección que contribuya más al objetivo de mayor creación de valor.

2.1.6 Técnicas preferidas por los directivos

El interés por conocer las técnicas más empleadas por los directivos nos lleva a estudiar la literatura financiera y a afirmar que las preferidas son el *Payback*, la TIR y el VAN.

Analizando vemos que las técnicas más antiguas y menos sofisticadas no se dejan de utilizar, pero además nos muestra que las más apropiadas desde el punto de vista teórico, no encuentran el sitio que se merecen. A pesar de que la literatura diga que el criterio más correcto es el VAN antes que la TIR o *Payback*, las investigaciones muestran que estos dos últimos son preferidos por los directivos.

En el manual de Brealey, Myers y Allen (2010) nos encontramos que nos dice que los métodos que contemplan el descuento de flujos no son apropiados y que el VAN debería ser usado por encima de otras técnicas.

El VAN de un proyecto muestra la variación del valor de la empresa espera a partir de su aceptación. La TIR y otras técnicas, también miden la creación de valor, pero en términos relativos, que son más fáciles de comparar, pero no mide directamente la contribución de cada proyecto a la creación de valor.

Desde la práctica, la TIR, es elegida por su fácil comprensión y esto hace que sea más sencillo compararlo con otras oportunidades de inversión o con referencias financieras.

Decir que esto pasa por la falta de conocimiento con otras técnicas más complejas. Aunque es una medida de liquidez, los directivos suelen utilizarlo para aproximar el riesgo de la inversión (Burns y Walker, 1997). Y según investigaciones recientes su uso es más frecuente de lo esperado y aconsejado. No suele ser la principal técnica de evaluación de inversiones, pero si es una técnica de uso secundario y que complementa los resultados de otras técnicas más sofisticadas.

2.2. Análisis de la decisión de financiación

Las empresas para llevar a cabo sus actividades de producción y distribución necesitan disponer de recursos financieros. Según el origen de estos podemos distinguir entre financiación interna o autofinanciación, que está compuesta por aquellos recursos que la empresa genera por sí misma, sin necesidad de acudir al mercado financiero.

Las partidas fundamentales en las que se pueden agrupar los recursos financieros internos son las reservas o retención de beneficios que suponen un incremento del neto o riqueza, también nos encontramos con las amortizaciones y provisiones, que ambas partidas tienen como finalidad mantener intacta la riqueza, ya que mientras no sea necesario y no surge la necesidad de aplicarlas al destino para el que han sido creadas, constituyen fuentes de financiación de indudable valor. Pero sin duda la fuente de financiación interna son las reservas sean del tipo que sean. Solo cuando los beneficios son elevados la empresa pueden repartir dividendos aceptables y retener en la empresa en forma de reservas una parte conveniente de esos beneficios.

Por otro lado, nos encontramos con la financiación externa, la cual está formada por aquellos recursos financieros que la empresa obtiene del exterior, esto se debe a que la autofinanciación suele ser insuficiente para satisfacer las necesidades financieras de la empresa. Lo puede hacer emitiendo acciones u obligaciones, o acudiendo al mercado de crédito para obtener préstamos.

En los países en los que los mercados de capitales están más desarrollados, la emisión de acciones y obligaciones constituyen la forma más importante que tienen las empresas para conseguir recursos a largo plazo en el mercado financiero. Para ello se necesita, mercados primarios de valores activos. Estos dependen en gran medida de que existan buenos mercados secundarios o de negociación, donde se revenden los valores mobiliarios adquiridos en el mercado primario. Esto sucede porque muy poca gente está dispuesta a inmovilizar sus ahorros en unos valores que luego no pudiera

vender, o si se diera el caso de que pasa lo haría con dificultad, cuando necesita liquidez.

A través del balance, que es el modelo por el cual se puede hacer un análisis económico financiero de la empresa, vemos que se recoge en el pasivo el origen o naturaleza de los recursos financieros mientras que en el activo se relacionan las materializaciones o usos de esos recursos, es decir, las inversiones de la empresa.

Para que exista relación entre la naturaleza de los recursos financieros y la de las inversiones, el activo fijo debe financiarse con recursos financieros a largo plazo o capitales permanentes, mientras que el activo circulante debe financiarse con créditos a corto plazo. Pero hay que decir que para que haya solvencia financiera, los capitales permanentes deben ser suficientes para financiar no solo el activo fijo, sino también una parte del activo circulante. Este excedente es a lo que se le denomina fondo de maniobra o de rotación, que se le considera una garantía para hacer frente a los desfases entre cobros y pagos del ciclo de explotación. Un fondo de maniobra negativo o incluso nulo puede ser peligroso para la empresa, pero esto depende del sector al que se dedique, de la rotación del activo y pasivo circulante. Por último, decir que el fondo de maniobra es un instrumento fundamental para el análisis financiero.

Dependiendo de autores vemos que el fondo de maniobra puede tener diferentes definiciones, entre las más usuales nos podemos encontrar en primer lugar, que es la diferencia entre el activo circulante y el pasivo circulante. En segundo lugar, podemos decir que es la diferencia entre capitales permanentes y activo fijo. En tercer lugar, decimos que es la parte de los capitales permanentes que financia el activo circulante, es decir el exceso de capitales permanentes sobre el activo fijo. Y, por último, también destacamos la definición que dice que es la parte de los capitales propios que financia el activo circulante.

Por lo tanto, el fondo de rotación o maniobra es una medida de solvencia financiera a largo plazo de las empresas. Pero cuando hablamos de solvencia a corto plazo, es decir, hacer frente a sus compromisos inmediatos, depende de la tesorería. Esta se conforma por la acumulación de la caja o cash Flow. Cuando hablamos de la caja, entendemos que es todo el dinero disponible, no solo en caja sino en bancos u otros elementos de disponibilidad inmediata.

El Cash Flow o flujo de tesorería de una empresa podemos verlo desde dos puntos de vista distintos, aunque complementarios, que son, el estático y el dinámico. El primero de ellos se da cuando la tesorería en un momento determinado viene definida por el saldo de las cuentas de tesorería. Pero con la introducción de la voz Flow se le quiere dar al concepto cash o tesorería una acepción dinámica. La denominación cash Flow lleva implícita una dimensión temporal que se refiere a la variación de la tesorería durante un determinado periodo de tiempo, que será igual a la diferencia entre dos corrientes o flujos de tesorería de signo contrario, es decir, las entradas y salidas de tesorería. De esta misma manera también podemos determinar la variación de tesorería durante un periodo determinado calculando la diferencia entre el volumen de tesorería al final y al comienzo de dicho periodo. El cash Flow es negativo cuando en ese periodo, la tesorería al final del mismo es menos que al principio.

El estudio del flujo de tesorería debe completarse con el llamado estado de flujos de efectivo, en el que se recogen de forma detallada las entradas y salidas de tesorería, y nos permite conocer en qué medida la explotación incide en la tesorería de la empresa, así como las variaciones de tesorería originadas por actividades ajenas a la explotación y por modificaciones en las masas patrimoniales de activo fijo y capitales permanentes. Este estado de orígenes y aplicaciones de tesorería nos muestra el carácter dinámico del concepto cash Flow.

El presupuesto de tesorería forma parte del presupuesto general de la empresa, más concretamente viene determinado en gran medida por otros presupuestos más generales, pero condiciona a los demás presupuestos o planes de firma, y una insuficiente tesorería puede poner en peligro los objetivos fijados en el plan general. El excedente de tesorería no debe ser tan elevado que pueda perjudicar la rentabilidad general de la empresa, pero tampoco debe ser tan reducido que pueda provocar la suspensión de pagos. El responsable de la gestión financiera debe anticiparse al futuro antes de que se den situaciones demasiado tarde para remediarlas.

Cuando hablamos de autofinanciación no solo hablamos de la retención de beneficios, sino que también tenemos la amortización. Esta es el efecto de unos recursos financieros que afluyen a la empresa desde ella misma, a diferencia de los restantes recursos financieros que provienen del exterior. Las amortizaciones, provisiones y beneficios retenidos es lo que llamamos autofinanciación. Pero podemos distinguir entre la autofinanciación por enriquecimiento que es la que proviene de la retención de beneficios. Y autofinanciación por mantenimiento que es la que se refiere a la amortización. En este mismo sentido también se habla de autofinanciación bruta y neta según se incluyan o no las amortizaciones.

Los bienes de equipo, al igual que cualquier elemento del activo, pierden valor al colaborar en el proceso productivo o incluso por el mero transcurso del tiempo. Por la depreciación de los equipos industriales o de cualquier otro elemento del activo se designa esa pérdida de valor. Solo los elementos patrimoniales que prestan servicio durante varios ejercicios económicos o periodos contables son susceptibles de ser depreciados.

La depreciación puede ser física, es decir, que pierden valor a medida que prestan servicios que le son propios. Por el mero transcurso del tiempo. La depreciación por obsolescencia, fuera de uso, es una de las principales causas de la pérdida de valor de los elementos. La obsolescencia puede ser tecnológica, por variaciones de la demanda, o por alteración de la retribución de algún factor. Y, por último, nos encontramos con la depreciación por agotamiento o caducidad.

Las amortizaciones constituyen una fuente interna de recursos financieros muy importante. Desde el momento que empieza a producirse la depreciación de los elementos del activo hasta que hay que reponer dichos elementos suele transcurrir un periodo de tiempo largo, que dependerá de la vida útil de los elementos patrimoniales. Mientras se van acumulando cuotas de amortización que llegan alcanzar grandes volúmenes, al mismo tiempo, la capacidad productiva se mantiene casi igual. Pero la empresa no debe guardar tales recursos en caja, sino que debe utilizarlos para hacer frente a sus

necesidades financieras. Los recursos financieros obtenidos de las amortizaciones se van invirtiendo en la empresa de forma espontánea a medida que se van generando. Sin embargo, cuando la empresa deba renovar los bienes amortizables, debe disponer de los recursos financieros necesarios. Lo importante es que la dirección de la empresa se anticipe y arbitre las soluciones financieras más convenientes, y que no le sorprenda cuando sea demasiado tarde.

Pero la función financiera de las amortizaciones está condicionada por la situación en la que se encuentra la empresa; expansión, estabilidad o recesión, que esto depende de la política de la empresa y de la situación del mercado.

En épocas de expansión, los fondos de amortización financiarán inversiones en activo fijo y capital de trabajo, partidas que contribuyen a la expansión. En épocas de estabilidad, los recursos generados por la amortización ya no se materializan en inversiones fijas, ni en capital de trabajo, sino que habrá que buscar otro tipo de empleos, al igual que en épocas de depresión.

Como ya he dicho anteriormente ninguna empresa puede satisfacer sus necesidades de financiación mediante financiación interna únicamente. Necesita ir al mercado financiero en busca de financiación externa que sirva de complemento a la financiación interna, a la hora de llevar a cabo diferentes proyectos de inversión. Pero, aunque la empresa fuera capaz de autofinanciarse, debería hacer uso del endeudamiento por razones económicas, y forzosamente debe acudir al mercado financiero para descontar los efectos comerciales girados sobre sus clientes o para colocar excedentes de tesorería.

Las empresas operan en estrecho contacto e interacción con su entorno o marco socioeconómico y en particular con el mercado financiero.

En los sistemas económicos actuales se pueden distinguir diferentes tipos de mercados. Nos encontramos con los mercados de productos, que son en los que se negocian activos reales. Tenemos también los mercados financieros, en los que se negocian activos financieros. Y, también, están los mercados de trabajo o mercados laborales, en los que se contratan activos humanos. En una economía libre ahorran los que pueden y quieren, e invierten los que quieren y encuentran dinero. Para ponerles de acuerdo existe el sistema financiero con sus intermediarios financieros, relacionados entre sí, que recogen el ahorro ocioso y lo conectan con la inversión.

Los excedentes de ahorro de unos agentes económicos pueden llegar a los agentes económicos necesitados de fondos siguiendo tres caminos diferentes. El primero es a través de las instituciones o intermediarios financieros, que captan ahorro de unos clientes y se lo prestan a otros que lo necesitan, lucrándose con la diferencia entre los tipos de interés pagados por los depósitos recibidos y cobrados por los créditos concedidos. Otro camino es por medio de los mercados financieros que son plazas o foros organizados en donde los oferentes y demandantes de fondos efectúan sus transacciones. Y, por último, por medio de la colocación directa, que son los arreglos entre los oferentes y demandantes de los fondos prestables sin que intervengan intermediarios y sin pasar por los mercados financieros.

Pero la utilización de la autofinanciación también nos trae una serie de inconvenientes, por ejemplo, para los accionistas, ya que cuando varias personas se asocian, con la finalidad de llevar a cabo una actividad determinada para obtener beneficios y repartirlos. La retención de beneficios supone entonces una burla a la naturaleza del contrato de sociedad. Bien es verdad que el sacrificio de los accionistas en el presente debe ser compensado con unos mayores beneficios en el futuro, pero es cierto que el accionista se ve privado de unas rentas en el presente que a lo mejor necesita.

No solo afecta al accionista, sino que también lo hace a la empresa, ya que a veces la autofinanciación lleva a que se realicen inversiones poco rentables. A veces por tener recursos financieros que no les ha costado conseguirlos y que no tienen coste explícito, la empresa los invierte sin pensar, por el mero hecho de que por poco que renten siempre será mejor que tenerlo en caja. La empresa acude a los recursos financieros externos cuando tiene en perspectiva oportunidades de inversión rentables. No ocurre lo mismo con la autofinanciación ya que existe una relación más débil entre las decisiones de inversión y financiación.

La autofinanciación impide a veces que se realicen inversiones rentables. Las oportunidades o necesidades de inversión en la empresa se presentan de forma discontinua en el tiempo, mientras que la autofinanciación se va creando lenta y gradualmente, dependiendo de los beneficios. Por eso cuando se presenta una buena oportunidad de inversión, que exige elevados desembolsos, la empresa no suele contar con recursos suficientes, o ya los tiene comprometidos en otra inversión menos buena.

A demás la autofinanciación, al reducir los dividendos, disminuye la rentabilidad de las acciones y de esta manera, el valor de las acciones en la bolsa desciende. La retención de beneficios no debe influir sobre la cotización de las acciones desde el punto de vista teórico, ya que a menor rentabilidad en el presente va a compensarse con ganancias de capital en el futuro, ya sea en forma de acciones liberadas que se le entregan al accionista o bien en forma de plusvalía en caso de venta en bolsa o liquidación de la sociedad. Pero prácticamente se ha comprobado que la retención de beneficios, al disminuir la rentabilidad de las acciones, disminuye el valor de las acciones en bolsa, lo cual prueba que el inversor prefiere la rentabilidad inmediata. La autofinanciación dificulta el acceso de la empresa al mercado de capitales.

Pero no solo afecta al accionista y a la empresa que también hay una serie de inconvenientes de carácter general. Por ejemplo, la autofinanciación es la causa de los desequilibrios en el reparto de la inversión entre las empresas, los sectores y las regiones económicas. Esto pasa cuando las empresas disfrutan de una posición de monopolio o cuasi-monopolio las que obtienen beneficios importantes, que les permiten practicar la autofinanciación a gran escala y llevar a cabo inversiones importantes. Este fenómeno acumulativo refuerza la posición de monopolio de las grandes empresas y acentúa la diferencia con las restantes, diferencias que se manifiestan también entre las empresas de distintos sectores y regiones económicas. Hay autores que piensan que estos desequilibrios en el reparto de la inversión no se producirían si las empresas acudieran al mercado de capitales y no usaran la autofinanciación.

La autofinanciación produce inflación de costes, las empresas que practican la autofinanciación tratan de aumentar sus beneficios elevando el precio de sus productos, con el objetivo de acumular a reservas una cantidad conveniente y al mismo tiempo poder repartir unos dividendos aceptables.

También vemos que la autofinanciación reduce el excedente del consumidor, ya que no es este quien decide el empleo de su propia renta, sino que son otros los que invierten por él. Si la sociedad repartiera todo el beneficio obtenido, los accionistas podrían gastarlo según ellos quisieran y su satisfacción sería mayor.

Otros inconvenientes que vemos con la autofinanciación es que se practica a veces para evadir impuestos, por ejemplo, cuando se dan las reservas ocultas. También favorece la formación de grandes monopolios que pueden poner en peligro la estabilidad económica e incluso la propia política del país. Y, por último, decir que algunos economistas dicen que la autofinanciación oculta o disimula la verdadera importancia del beneficio del capital.

En definitiva, las empresas para financiar sus inversiones tienen dos alternativas que pueden usar de forma combinada, que como ya hemos visto son la autofinanciación y acudir al mercado de capitales para obtener recursos financieros, ya sea en forma de deudas o nuevas aportaciones de capital. Si se deciden por la autofinanciación, los recursos financieros utilizados son los que ella misma ha conseguido, y que son reinvertidos. Sin embargo, si las empresas reparten todos sus beneficios en forma de dividendos estos llegan a unidades económicas de consumo, que en parte volverán a ser invertidos en las empresas a través del mercado de capitales. Los consumidores destinarán una parte de esos dividendos al ahorro, con el cual suscribirán acciones y obligaciones en bolsa. Y los ahorros vuelven a la empresa.

Como vemos empieza a extenderse la idea de que la investigación sobre la financiación empresarial ha mejorado pero que, aunque hemos aprendido es muy poco todavía.

La estructura financiera de una empresa es el conjunto de decisiones relativas a la obtención de recursos. Tiene que ver con la decisión de financiación de la empresa. Y el óptimo de endeudamiento va a depender de la relación de recursos propios y ajenos.

Respecto a las fuentes de financiación, por un lado, tenemos la deuda que para ella lo único importante son los intereses. Para los deudores de la empresa lo relevante es que la empresa genere los beneficios suficientes como para poder hacer frente al pago de los intereses, no les interesa que la empresa vaya bien o mal. Y luego tenemos los capitales propios que los dueños son los accionistas y lo que buscan es obtener rentabilidad, para ello los accionistas se fijan en el beneficio de la empresa, pero en el neto (BDII) de ese beneficio una parte va a dividendos y otra a reservas, ambos son de los accionistas. Por lo tanto, para un accionista si es relevante su estructura de capital a priori, pero no es tan clara la situación.

La estructura de capital es importante porque de su análisis podemos deducir si la empresa está creando valor o no. Esto les importa a todos los

participantes. Les importa la estructura de capital, pero no tanto como si la empresa es capaz de hacer frente a sus compromisos con ellos.

El valor de la empresa, el coste del capital y la rentabilidad requerida de los proyectos de inversión son independientes de sus decisiones de financiación. El valor de la empresa depende de la capacidad de sus inversiones, para generar renta y no de las combinaciones de las fuentes de financiación. La estructura de capital solo influye en cómo se reparte la renta que viene dada por la inversión de la empresa.

2.2.1 La teoría del *Trade Off*

La investigación financiera nos dice que son necesarias teorías sobre la estructura de capital que estén basadas en mercados imperfectos. Los enfrentamientos de mercado, como son los impuestos, costes de quiebra o de transacción, provocan que la renta total a repartir entre los propietarios de las diferentes fuentes de financiación sea otra a la renta generada por la cartera de proyectos.

Según esta teoría del *Trade off*, hay un ratio de endeudamiento óptimo para el que se maximiza la diferencia entre los beneficios del endeudamiento y los costes de endeudamiento. Entonces la dirección debe equilibrar la ventaja fiscal de la deuda y los costes de insolvencia y quiebra, para que se minimice el coste del capital. Este punto de estructura de capital óptima se da cuando el incremento marginal en el valor actual de los beneficios fiscales se iguala al incremento marginal en el valor actual de los costes de quiebra.

De esta manera llegamos a la ecuación fundamental del *Trade off*.

Valor de la empresa

$$\begin{aligned} &= \text{Valor de la empresa sin deuda} \\ &+ \text{VA de la ventaja fiscal de la deuda} \\ &- \text{VA de los costes esperados de insolvencia y quiebra} \end{aligned}$$

2.2.2 La teoría del *Pecking Order*

Esta teoría basa su planteamiento en los problemas informativos y la asimetría de la información en la empresa. Según esta, dice que los *insiders* poseen información privada sobre la situación actual y futura sobre sus negocios que no pueden transmitir a los *outsiders* sin errores de interpretación y elevados costes. Para reducir los costes, los directivos siguen un orden de preferencia en la financiación de sus oportunidades de inversión, que se inicia con el recurso a los fondos generados y que continua con as fuentes de financiación externa.

Las empresas eligen sus fuentes de financiación en función de que se minimicen los costes de selección adversa. Las empresas que son rentables aprovecharán la ventaja de los menores costes informativos de los fondos internos para incrementar su valor, con lo que la utilización de deuda será menor que la dicha por la teoría del *Trade Off*. Por otro lado, las empresas con mayor crecimiento prefieren minimizar los costes de la financiación futura.

Según esta teoría podemos decir que no existen políticas óptimas, que no existe equilibrio, por lo que tampoco existe una estructura de capital óptima, y el nivel de endeudamiento observado por las empresas es reflejo del cumulo de decisiones de financiación realizadas por los directivos durante el tiempo. (Myers, 1984, 2001)

2.2.3 El modelo de agencia

A partir de Jensen y Meckling (1976) vemos que hay un gran cambio en las ideas que se tienen sobre el problema de financiación, ya presente, desde 1958 con Modigliani y Miller.

Jensen y Meckling nos enseñan que las decisiones de financiación influyen además de en la distribución de la renta de la empresa, en la capacidad de generar renta. Estos no muestran que en la empresa cooperan distintos grupos de individuos, que persiguen sus intereses, en un contexto de información imperfecta. En este modelo de empresa las decisiones de financiación afectan al comportamiento esperado en la relación de cooperación, además de influir en los sistemas de incentivos y de mecanismos de control de la empresa.

Respecto a la decisión de endeudamiento, considera que las relaciones de agencia entre los directivos y accionistas, por un lado, y por otro entre accionistas y acreedores.

En ambas relaciones, los problemas de información y el comportamiento pueden favorecer a que se tomen decisiones de propio interés y se perjudique el objetivo principal de la empresa de crear valor.

De acuerdo con este modelo el valor de la empresa es igual al valor de la empresa financiada sin deuda más el valor actual de las ventajas fiscales de la deuda menos el valor actual de los costes de quiebra más (menos) el valor actual de los beneficios (costes) de agencia.

2.2.4 Fuentes de financiación preferidas por los directivos

Casi no existe demostración sobre el modo y motivos por los que los directivos financieros eligen entre las diferentes fuentes de financiación. La poca información que encontramos es de estudios en los que se obtiene dicha información con respuestas de los directivos a cuestionarios.

Norton (1990) propone el uso de encuestas con el objetivo de observar el interior del proceso de decisión y examinar las motivaciones, comportamientos y creencias que gobiernan las decisiones de estructura de capital. El uso de este enfoque ha permitido conocer las prácticas percepciones y creencias de los directivos de las empresas y ha puesto de manifiesto la distancia entre teoría y práctica empresarial.

Las conclusiones de los diferentes autores que hemos repasado es la que el comportamiento de los encuestados no se encuentra en la línea con los postulados de la teoría del *Trade Off*, pero que, tampoco dan señales claras de comportamientos acordes con la teoría del *Pecking Order*. En definitiva, los autores establecen que los participantes creen que el uso prudente del

endeudamiento puede reducir el coste del capital de la empresa y que su uso puede afectar el valor de mercado de la acción.

En cuanto al trabajo de Norton (1991), concluye que a) El proceso de decisión de estructura de capital difiere entre las empresas; b) los costes de agencia y de información asimétrica son más importantes para las empresas más pequeñas; c) que la influencia de las motivaciones directivas en las decisiones de estructura de capital podrían ser incluso mayores que las supuestas en la teoría de la agencia.

Un trabajo de Allen (1991) a través de encuesta a 48 empresas australianas cotizadas, nos muestra a través de sus respuestas que a) la preferencia por la utilización de fondos internos; b) a la hora de realizar grandes expansiones, los encuestados prefieren el uso de deuda frente acciones; c) los límites al endeudamiento de la empresa son más interna que externamente generados.

Aunque Allen también ve con certeza mayor tendencia a la atención de condiciones de mercado y contraria a la teoría del *Pecking Order*, cuando las condiciones de mercado son favorables se emiten acciones con intención de reducir la deuda.

En otros trabajos encontramos conclusiones como que los encuestados indican que el riesgo y la rentabilidad son los determinantes más importantes de las decisiones de financiación a largo plazo. También vemos que se sugiere a las empresas que establezcan un ratio objetivo de deuda. Se ve que el uso de deuda no es tan importante para moderar los conflictos de agencia entre accionistas y la dirección, es más se sugiere que se empleen medios alternativos como fomentar la participación en la propiedad al directivo. Por último, también vemos que la deuda es emitida cuando los beneficios son suficientes para financiar las actividades de la empresa, y la emisión de capital se ve afectada por la valoración de las acciones.

A demás se encuentran similitudes en los determinantes de la estructura de capital entre los países europeos y de Norteamérica, aunque se ven diferencias según el sistema legal de los países.

En resumen, las teorías de la estructura de capital explican solo una parte de las decisiones adoptadas en la práctica por los directivos. Las razones de esta separación entre teoría y práctica aparecen como problemas que debe aproximarse la investigación de las finanzas corporativas.

CAPÍTULO 3
DISEÑO DE LA
INVESTIGACIÓN

3.1. Diseño del cuestionario

Con la tentación de encontrar una justificación al distanciamiento entre teoría y práctica, la literatura ha evaluado distintas relaciones.

En los modelos de inversión, se ve clara influencia de características de la empresa y sus directivos. Las variables más utilizadas son el sector de la actividad, el tamaño empresarial y la formación del directivo.

En el ámbito de la financiación, se tiene certeza sobre cuestiones consideradas por los directivos para la adopción de sus decisiones de su estructura de capital

Para recopilar información necesaria, enviamos un cuestionario, a los directores financieros de las empresas del Ibex. Para ello tuvimos que buscar un contacto, es decir buscamos un correo electrónico para poder comunicarnos con los directores financieros y que fueran ellos mismos quien nos contestara.

De este cuestionario espero recopilar información de los temas estudiados sobre inversión y financiación. Y de esta manera nos permite aparte de conocer la experiencia de los directores, conocer también las intenciones y percepciones de estos.

En primer lugar, hice un cuestionario sujeto a la revisión de mi tutor, profesor de la Universidad de Valladolid, con el fin de detectar errores, y recibir propuestas de mejora, las cuales fueron incorporadas, en una nueva versión y definitiva del documento.

El cuestionario está compuesto por 9 preguntas divididas en dos bloques que son, selección de inversiones y política de financiación. Tenemos preguntas que tienen un formato de respuesta cerrada, ordenadas en cinco niveles de respuesta de menor a mayor grado. Y otras que son mixtas las cuales se componen de una parte de pregunta cerrada, donde el encuestado puede elegir una opción o varias de las planteadas y pregunta abierta dando la posibilidad de escribir la propia respuesta si dentro de las diferentes opciones no se encuentra la respuesta adecuada.

En cuanto al envío decidí acompañar la encuesta con una carta de presentación, en la que explique los objetivos del trabajo, y por otra garantice el anonimato y confidencialidad de las respuestas. Dicho envío se realizó por medio de correo electrónico, a los departamentos de finanzas de las empresas, como ya he dicho anteriormente, tuvimos que conseguir dichos correos para poder contactar con los directores financieros. Se realizó de este modo para evitar costes de envío postal, telefónico o personales.

Así el encuestado, puede visualizar el cuestionario en toda su extensión y el contexto en que cada pregunta se encuentra ubicada. Y se permite a los encuestados organizarse para responder el mismo en su propia conveniencia.

Una vez recopiladas las respuestas, después de varios envíos, vi, que había recibido 8 respuestas de las cuales pude dar por validas 7, ya que un cuestionario no estaba cumplimentado como debiera, dejándose la mayoría de las respuestas sin resolver. De esta manera la tasa de respuesta es de 7 frente a 35, o lo que es lo mismo, es de un 20%. Es un buen índice en comparación con otros estudios similares que se encuentran más o menos sobre el 10%.

Como sucede en cualquier investigación realizada por encuestas nos encontramos con una serie de problemas. El primero de ellos es el sesgo de respuesta, aun tomando las cautelas habituales, como asegurarles el anonimato o la confidencialidad de las respuestas, ser un cuestionario fácil de contestar y la solicitud del informe gratuitamente con los resultados del estudio.

También se pueden presentar problemas de respuesta, que pueden ser de manera intencionada o no, ya sea por falta de comprensión de las preguntas. Si esto sucede no hay manera de detectar sesgos, si los resultados están en línea con otros trabajos.

Según Graham y Harvey (2001): las encuestas miden creencias y no acciones, con lo que las respuestas pueden no reflejar la verdad.

Pero creo que en mi caso dado que la encuesta es anónima y las respuestas confidenciales, este problema pienso que es mínimo. Además, parto de la base de que quien contesta, se toma un tiempo para responder y eso es porque está interesado en contribuir a la investigación.

Otro problema que podemos considerar importante es que envié el cuestionario al director financiero de cada una de las empresas, pero no puedo garantizar que las respuestas hayan sido suyas.

Aunque se han tomado las medidas recomendadas en este tipo de investigaciones, no puedo asegurar que el trabajo no esté exento de los problemas mencionados.

3.2. Descripción de la muestra: ¿por qué empresas del IBEX?

He elegido empresas del Ibex 35, porque este es el principal índice bursátil de referencia de la bolsa española, según la definición oficial que proporciona la Bolsa de Madrid en su página web es un “Indicador de la situación sectorial o global del mercado, que expresa en porcentaje las variaciones que van experimentando las cotizaciones de los valores, tomándolas como base en un momento dado. Proporcionan una visión de conjunto de las cotizaciones del mercado bursátil en un período determinado, relacionándolo con otro tomado como base”.

Por lo tanto, un índice como el IBEX 35, se puede tomar como un indicador de la situación económica de un país, en un momento determinado, ya que proporciona una visión global de la situación de las empresas de dicho país.

Está formado por empresas con más liquidez, que cotizan en el sistema de interconexión bursátil electrónico en las cuatro bolsas españolas, es decir, el total de las cotizaciones de las 35 empresas españolas que gozan de mejor salud financiera, lo que es un termómetro muy importante para medir la situación económica del país, además es un índice ponderado no todas tienen el mismo peso. El grupo de empresas cotizadas que constituye el Ibex 35 es revisado semestralmente, con el objetivo de que este índice siempre esté formado por los títulos más líquidos de la bolsa.

Con esta definición oficial y como resumen, podemos decir que el IBEX 35 es el principal índice español que recoge las 35 empresas más líquidas cotizadas en el mercado continuo del país. Es importante resaltar que no siempre las 35 empresas más grandes del país son las más líquidas, como mucha gente tiende a pensar erróneamente.

Para que un valor forme parte del IBEX 35, se requiere que su capitalización media sea superior al 0,30 por ciento la del IBEX 35 en el período analizado y que haya sido contratado por lo menos en la tercera parte de las sesiones de ese período.

Pero el requisito más importante es que, en primer lugar, se tiene en cuenta el volumen efectivo negociado en el mercado principal, siempre que dicho volumen reúna unas garantías de calidad en su realización. Una vez comprobado el volumen efectivo de negocio durante el período y la liquidez, los expertos tienen en cuenta otra serie de baremos como la estabilidad del índice de liquidez, la estadística asociada a los volúmenes y características de la contratación, la volatilidad, profundidad del libro de órdenes, índice de liquidez anualizado, horquilla media, horquilla media ponderada y muchas otras variables.

Es importante recalcar que, dentro del mercado bursátil español, hay empresas que tienen más peso que otras, es decir, cuyo volumen de contratación es mayor. Esto significa que hay empresas que tienen una ponderación mayor dentro del índice, y, por lo tanto, la variación en sus cotizaciones afecta más al valor del IBEX 35.

Empresas que componen el Ibex 35 en el momento de realización del trabajo	ABERTIS INFRAESTRUCTURAS
	ACCIONA
	ACERINOX
	ACS ACTIVIDADES CONST.Y SERVICIOS
	AENA
	AMADEUS IT GROUP
	ARCELORMITTAL
	BANCO DE SABADELL
	BANCO SANTANDER
	BANKIA
	BANKINTER
	BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA
	CAIXABANK
	CELLNEX TELECOM
	DIA-DISTRIBUIDORA INT. DE ALIMENTACION
	ENAGAS
	ENDESA
	FERROVIAL
	GAS NATURAL SDG
	GRIFOLS CLASE A
	INTERNATIONAL CONSOLIDAT.AIRLINES GROUP
	IBERDROLA
	IND. DE DISEÑO TEXTIL (INDITEX)
	INDRA, SERIE A
	INMOBILIARIA COLONIAL
	MAPFRE, S.A.
	MEDIASET ESPAÑA COMUNICACIÓN
	MELIA HOTELS INTERNATIONAL
	MERLIN PROPERTIES
	RED ELECTRICA CORPORACION
	REPSOL
SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY	
TECNICAS REUNIDAS	
TELEFONICA	
VISCOFAN	

Tabla 1: Empresas del Ibex 35: Elaboración propia

3.3. Elección de las técnicas de inversión

En este punto veremos el porqué de las preguntas y respuestas de la encuesta. En la primera parte como ya hemos dicho hemos realizado preguntas en torno a la selección de inversiones.

La primera pregunta, que peso tiene en sus decisiones los siguientes factores, hemos puesto algunos tales como resultados de la aplicación de técnicas financieras, intuición, implicaciones estratégicas no cuantificables, compromisos contractuales, obligaciones legales, experiencia en inversiones pasadas, flexibilidad y otros.

Los resultados de selección de inversiones no son el único argumento utilizado por los directores financieros, sino que se recogen estadísticas que indican la influencia de otros factores de naturaleza no financiera.

Vemos que, en esta pregunta, va a influir la personalidad del director financiero, sus pensamientos y su experiencia. Seleccionamos estos factores, porque creemos que son los más relevantes a la hora de tomar decisiones financieras. Se podrá ver a demás la discrepancia entre la diferencia otorgada a la aplicación de técnicas financieras con otros factores que no son de naturaleza financiera.

En la segunda pregunta de esta primera parte de la encuesta, con qué frecuencia se aplican las siguientes técnicas en su empresa, vemos que las opciones son aquellas técnicas estudiadas durante los diferentes cursos académicos en las asignaturas de finanzas. Como lo que queremos conseguir es ver, si hay diferencia entre la teoría y la práctica, por eso hemos puesto las técnicas estudiadas, y que son las más habituales en los manuales de dirección financiera.

Entre las opciones de respuesta nos encontramos, el valor actual neto (VAN), la tasa interna de retorno (TIR), el plazo de recuperación (PayBack), el índice de rentabilidad (IR), los modelos de valoración de opciones reales, el análisis de sensibilidad, modelos de simulación y otros.

En la tercera pregunta, con qué frecuencia utiliza las siguientes técnicas para identificar las oportunidades futuras de inversión. Como en la primera pregunta veremos que las respuestas dependerán del encuestado, de su forma de pensar, y su experiencia.

Entre las respuestas nos encontramos, matrices *Boston consulting group* o similares, modelo de descuento de flujos, técnica de valoración de opciones reales, diamante de Porter o similares, arboles de decisión y otros.

En la cuarta pregunta, cuál es peso de las inversiones en su empresa, queremos ver cuál es la percepción de los directores respecto al peso de las oportunidades de inversión de la empresa.

Dividimos las respuestas en intervalos de porcentajes de la siguiente manera, de 0-20%, de 20%- 40%, de 40%-60%, de 60%-80%, y de 80%-100%. De esta manera las respuestas no son únicas y veremos el intervalo de mayor importancia, ya que es más difícil plasmar un peso exacto. Vemos que son intervalos que no están desnivelados, en el cual se incluye del 0% al 100%. Y se divide en cinco intervalos.

En la quinta pregunta, tasa de descuento que se utiliza para descontar los costes fijos de los proyectos de inversión, vemos que se dan cuatro posibles respuestas, la pregunta y sus respuestas son claras y solo se puede dar una respuesta. Las opciones son las siguientes que haya un único valor para todos los proyectos de inversión, otras es que para cada proyecto haya un valor diferente, que se dé un mismo valor por unidad de negocio y que se dé el caso que ninguna de las anteriores sea correcta, porque no se usen modelos de descuento.

La siguiente pregunta, la numero seis, la última de este primer bloque de preguntas. Es cómo estima la tasa de descuento, y las opciones son las siguientes, Coste Medio Ponderado del Capital (WACC), rentabilidad del activo libre de riesgo más una prima por el riesgo del proyecto, tipo de interés de la deuda, rentabilidad media del sector, rentabilidad media de los accionistas, y también se les da la opción de que nos nombren otra opción.

3.4. Elección de las técnicas de financiación

Pasando a la siguiente parte de la encuesta, la parte de financiación, la primera pregunta, en este caso la numero siete del total de preguntas, cuál es el peso de los siguientes medios de financiación, las respuestas propuestas son que sea a través de beneficios retenidos, préstamos o créditos bancarios, deuda negociada en mercados organizados, recursos procedentes de empresas del grupo, aportaciones de los accionistas o de socios, proveedores, y por último se le da la opción que nos den otra solución.

Al igual que pasa en el caso de la inversión la respuesta, estará condicionada por la personalidad del director financiero, sus experiencias y sus pensamientos.

La número ocho, cuál es el peso de los siguientes factores en el nivel de endeudamiento, he dado varias opciones, como las siguientes; flexibilidad financiera (capacidad para modificar el nivel de endeudamiento), el ahorro de impuestos (deducibilidad de intereses), el ahorro de costes de negociación y contratación, la búsqueda de una estructura financiera objetivo, el nivel de endeudamiento de los competidores, los potenciales riesgos de insolvencia financiera y quiebra, el tipo de inversión a realizar o los activos a financiar y la vida económica de la inversión a financiar.

Como en la pregunta anterior ocurre lo mismo y creemos que influye la personalidad del director financiero.

Y en la última pregunta, la numero nueve, cuál es peso de la financiación a largo plazo en su empresa, al igual que en el caso de la inversión, queremos ver cuál es la percepción de los directores respecto al peso en la empresa.

Dividimos las respuestas en intervalos de porcentajes de la siguiente manera, de 0-20%, de 20%- 40%, de 40%-60%, de 60%-80%, y de 80%-100%. De esta manera las respuestas no son únicas y veremos el intervalo de mayor importancia, ya que es más difícil plasmar un peso exacto. Vemos que son intervalos que no están desnivelados, en el cual se incluye del 0% al 100%. Y se divide en cinco intervalos.

CAPÍTULO 4

ANÁLISIS DE RESULTADOS

4.1 Análisis preguntas decisión de inversión

Una vez tabulados los resultados de las encuestas, pasamos analizar las respuestas de las mismas.

En el apartado de inversión, la primera pregunta tiene que ver con los factores relevantes que se tienen en cuenta a la hora de tomar una decisión de invertir en activos reales. Como muestran los resultados del gráfico 1.1., los directores financieros de las empresas consultadas se apoyan fundamentalmente en los resultados de aplicar las técnicas financieras, con el objetivo de dotar a sus decisiones de la mayor objetividad posible. Sin embargo, resulta relevante observar que aspectos subjetivos como la intuición o las experiencias pasadas suponen un factor relevante. Este resultado es compatible con el perfil de las empresas de la muestra, donde el director financiero es, en su mayoría, una persona con amplia experiencia en puestos similares.

Por su parte, los encuestados también señalan a las implicaciones estratégicas no cuantificables, la flexibilidad, los compromisos contractuales y las obligaciones legales.

Destacar que en esta pregunta sugerimos que si había otra alternativa y alguna de las empresas nos propuso las nuevas oportunidades y la rentabilidad.

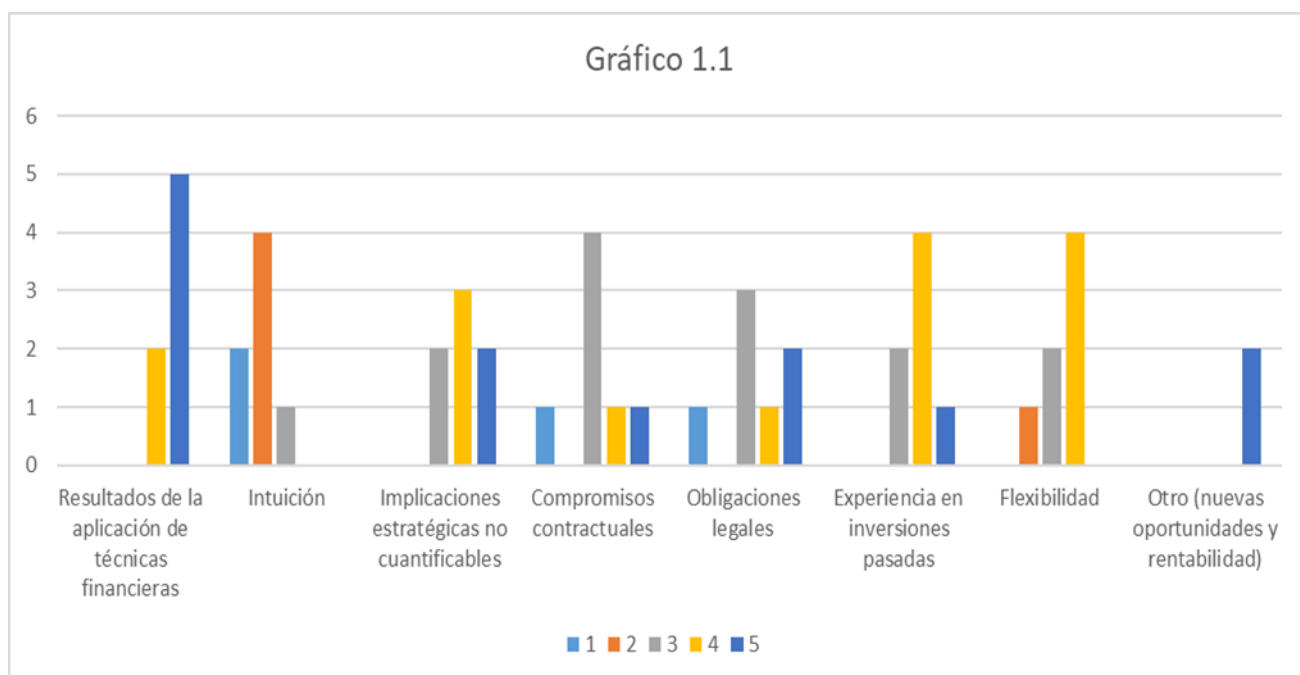


Gráfico 1.1: Elaboración propia.

La siguiente pregunta, está relacionada con la frecuencia con la que se usan las técnicas financieras estudiadas durante las asignaturas relacionadas con finanzas, que son las más habituales en los libros de finanzas. En el gráfico 1.2 vemos que las técnicas más utilizadas en orden son la TIR, *Payback* y el VAN. Seguidos del análisis de sensibilidad y el índice de rentabilidad. Entre las ultimas opciones nos encontramos los modelos de simulación, modelos de valoración de opciones reales y como en el caso anterior alguna de las empresas también los ha sugerido el *dividend discount model*.

Sobre el predominio de la TIR y el *Payback*, podemos decir que son resultados similares a otros estudios procedentes de empresas españolas y británicas, como por ejemplo Brounen (2004) y Rayo (2007). Para hablar de empresas norteamericanas nos remontamos a un trabajo de Schall (1978) en el que también se muestra el predominio de estas dos técnicas.

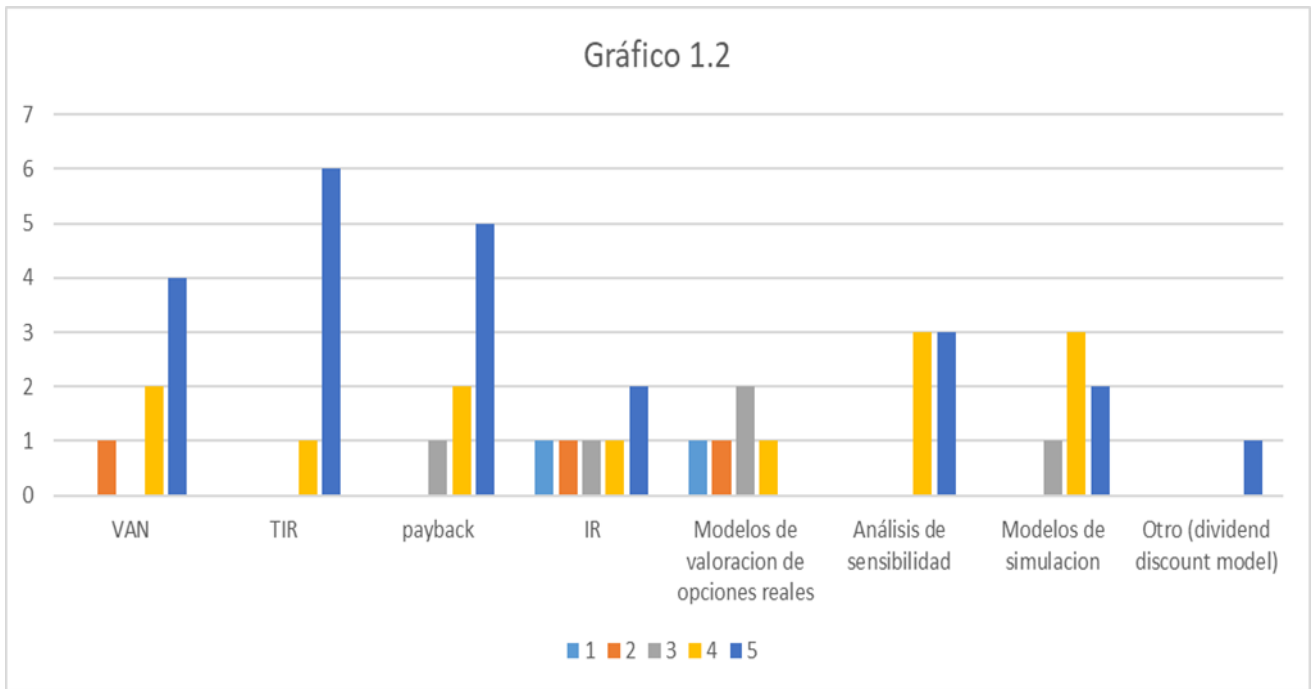


Gráfico 1.2: Elaboración propia.

En la pregunta número tres, nos preocupamos de como las empresas identifican las oportunidades futuras de inversión. En el grafico 1.3 es donde se reflejan las respuestas y donde podemos deducir que el modelo más usado, es el modelo de descuento de flujos, seguido del diamante de Porter o similares, arboles de decisión, y por último las técnicas de valoración de opciones reales y las matrices de *Boston Consulting*.

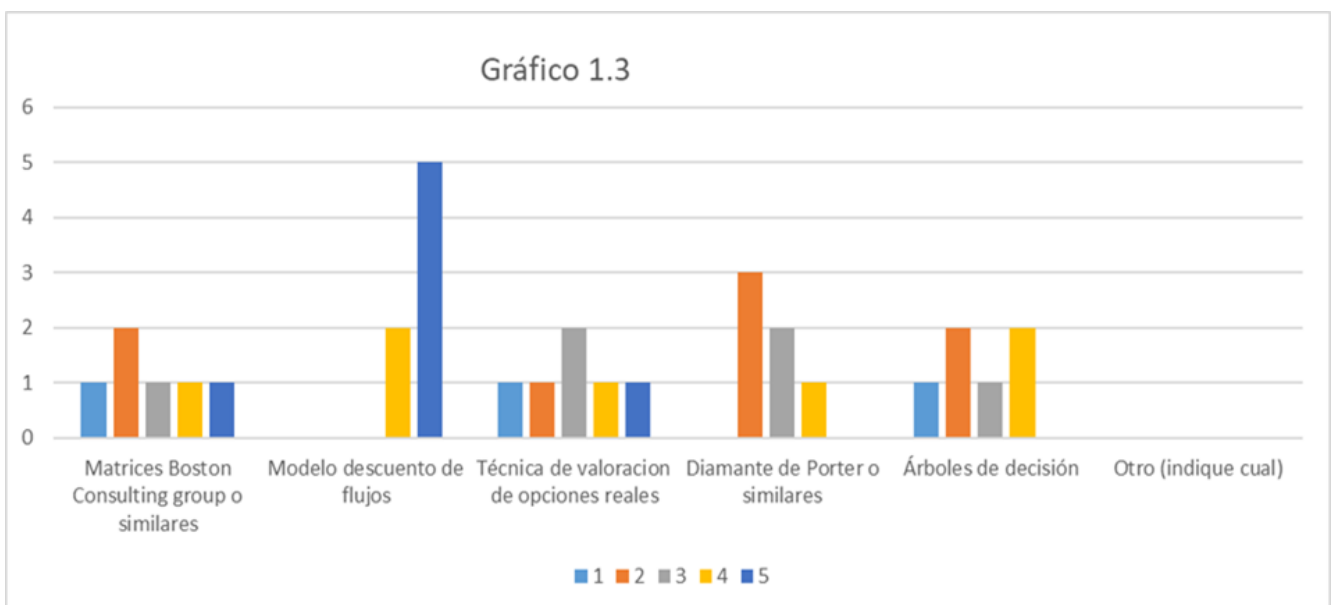


Gráfico 1.3: Elaboración propia.

ANÁLISIS DE RESULTADOS

En cuarto lugar, preguntamos, cual es el peso de la inversión para las empresas, en el gráfico 1.4, vemos que, de la mayoría de las empresas encuestadas, la mayor parte de los directores financieros deciden que las inversiones cuenten con un peso alrededor entre el 40% y el 60%. Esto quiere decir que la percepción de los directores financieros respecto al peso de las oportunidades futuras de inversión en el valor actual de sus empresas está en torno al 50%.

En alguna de las empresas cuenta con un mayor peso entorno al 70%.

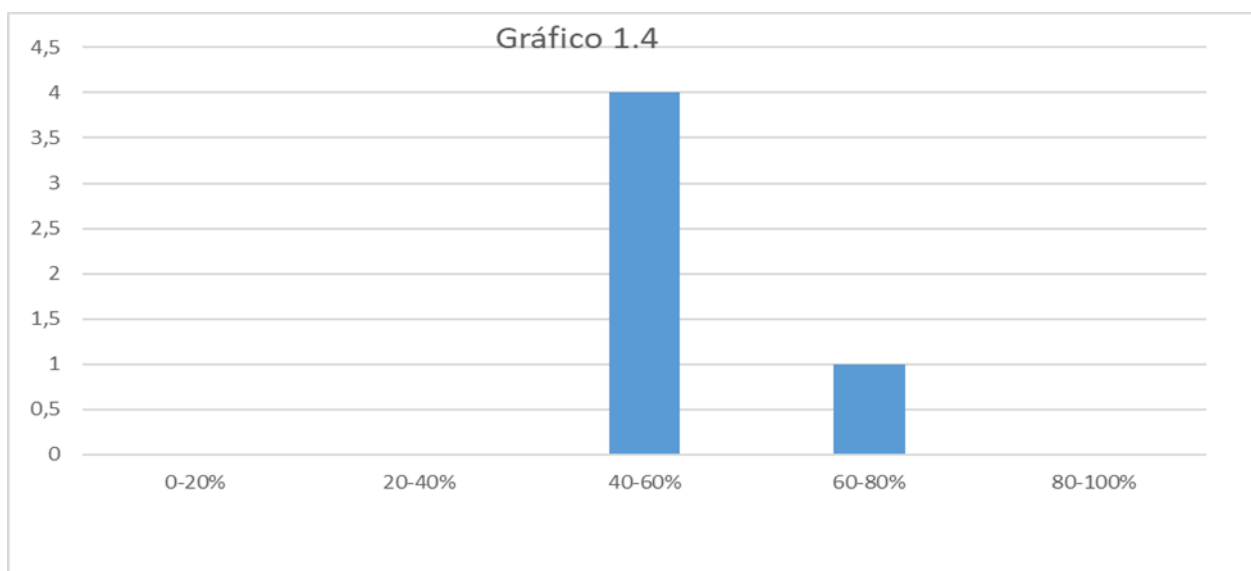


Gráfico 1.4: Elaboración propia.

En la pregunta número cinco, queremos saber la tasa de descuento que se utiliza para descontar los costes fijos de los proyectos de inversión. En el gráfico 1.5 vemos que la gran parte de lo hace a través de un valor diferente para cada proyecto de inversión. Aunque hay alguna empresa lo hace con un mismo valor para cada unidad de negocio.

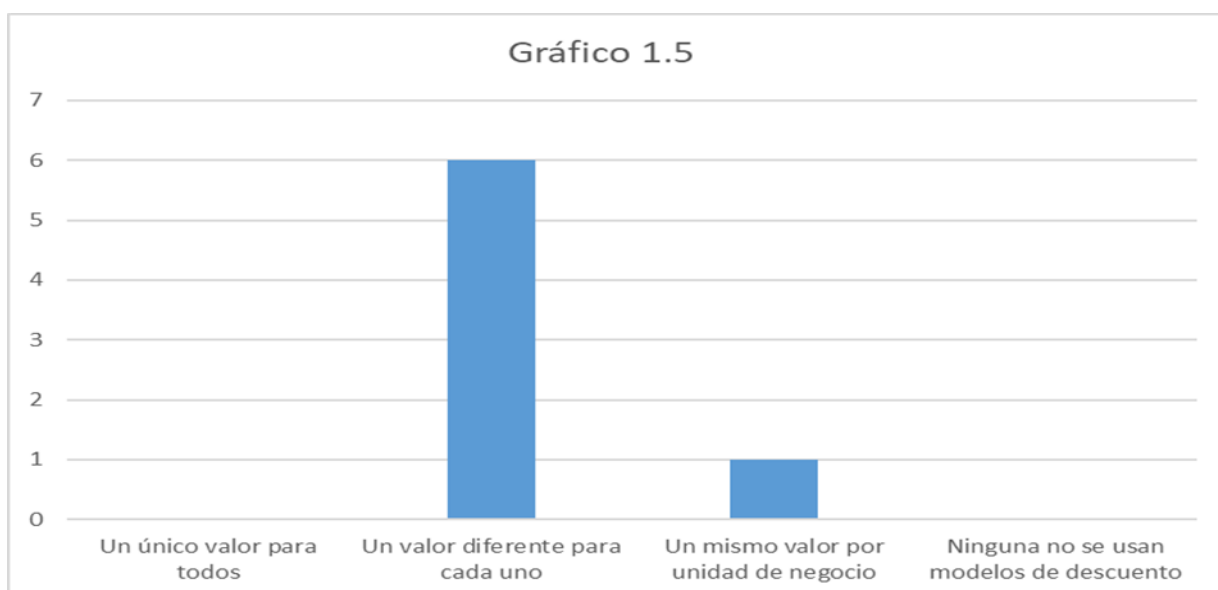
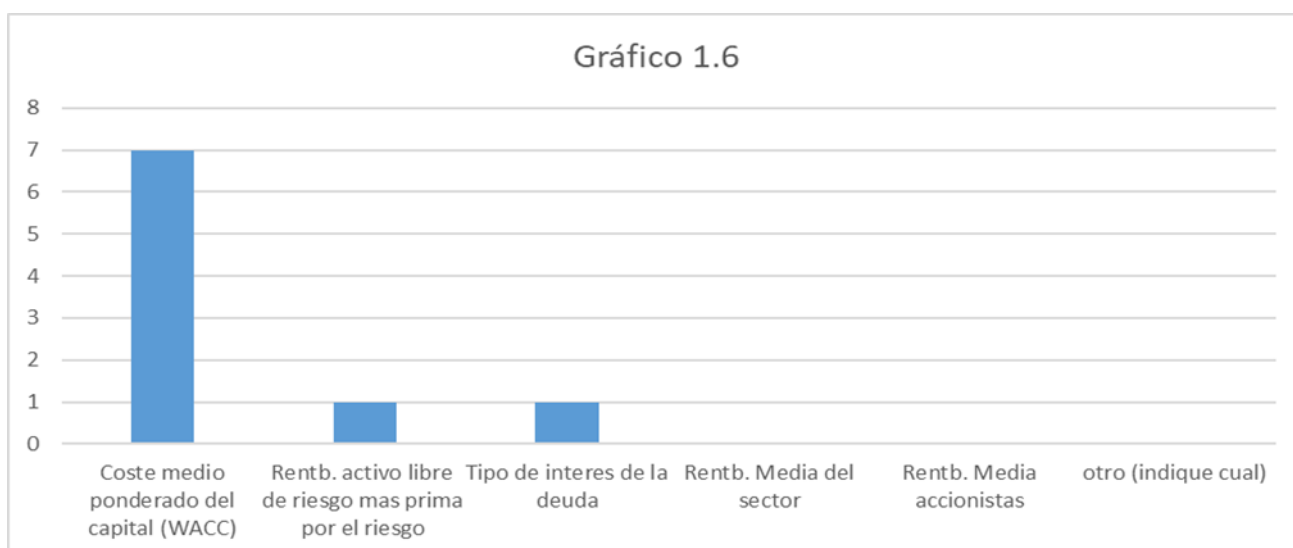


Gráfico 1.5: *Elaboración propia.*

La última pregunta de esta primera parte de inversión, la número seis, lo que buscamos, es que las empresas nos digan como estiman la tasa de descuento. En esta pregunta algunas empresas, como se puede ver en el gráfico 1.6, no pudieron decantarse solo por una respuesta y nos dieron varias. Entre las alternativas, se destaca el coste medio ponderado (WACC) que todas las empresas lo utilizaron como respuesta. A demás como digo otras alternativas que algunas empresas estacaron fueron la rentabilidad del activo libre de riesgo más una prima por el riesgo del proyecto y el tipo de interés de la deuda.

En este caso también se les daba la opción de que nos sugirieran otra alternativa, pero en este caso, no ha sido como los anteriores, y no nos dieron otra variante.

Gráfico 1.6: *Elaboración propia*

4.2 Análisis preguntas decisión de financiación

Cuando pasamos a la siguiente parte del cuestionario, financiación, vemos que, los resultados de este trabajo son similares a los observados en trabajos similares como el de Graham y Harvey (2001).

La primera de sus preguntas, la número siete, es entorno al peso de los medios de financiación. En ella las empresas se decantan en primer lugar por los beneficios retenidos, préstamos y créditos bancarios, y la deuda negociada en mercados organizados. Otras formas que también son utilizadas, pero en menor medida son los recursos procedentes de empresas procedentes del grupo, aportaciones de accionistas o socios y por último de proveedores. Cuando se les propone que sugieran otra alternativa alguna de las empresas nos dijo también que usaba el depósito a clientes, como medida de financiación.

De aquí podemos deducir que las empresas prefieren la financiación interna, debido a los beneficios retenidos, y que la financiación externa con mayor peso es la deuda bancaria. Esto sigue la línea con lo indicado en la teoría del Pecking Order.

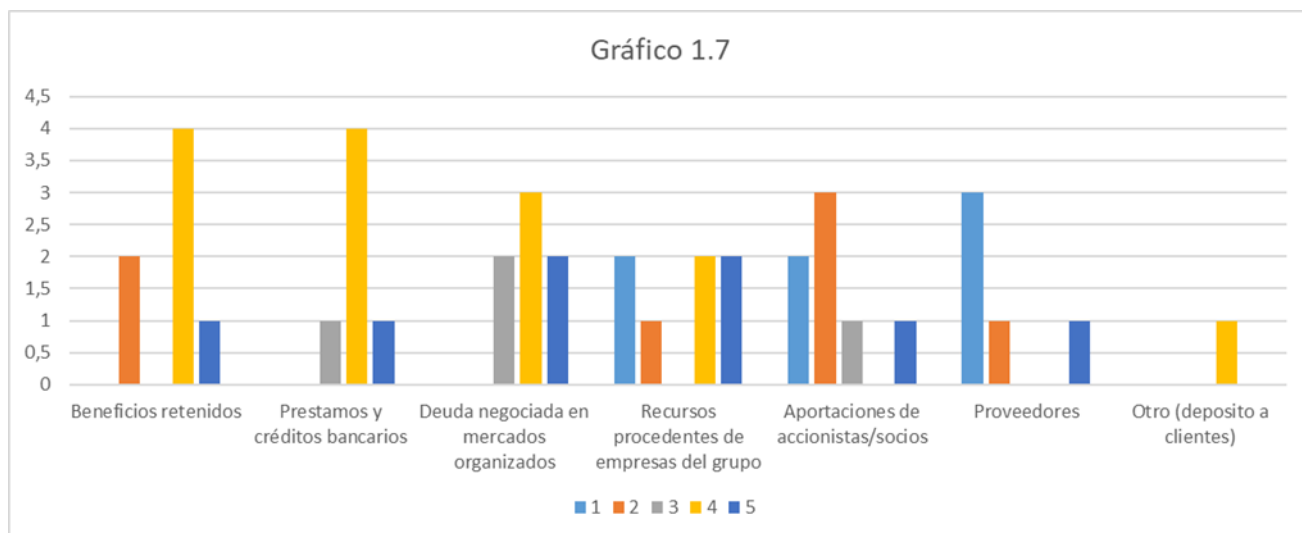


Gráfico 1.7: Elaboración propia.

La siguiente pregunta, la numero ocho, es en la que nos interesa saber cuál es el peso de los siguientes factores en el nivel de endeudamiento. Vemos en el gráfico 1.8 que entre las alternativas más relevantes están la flexibilidad financiera, búsqueda de una estructura financiera objetivo y el tipo de inversión a financiar. Por último, vemos factores como la vida económica de la inversión, el ahorro de los costes de negociación y contratación, riesgos de insolvencia financiera, nivel de endeudamiento de competidores y el ahorro de impuestos.

Cuando vemos que la flexibilidad financiera se encuentra entre los factores más importantes en la determinación del nivel de endeudamiento de la empresa no es asombroso, debido a que gran parte de la certeza encontrada por medio de cuestionarios así lo revela Pinegar y Wilbricht (1989), Kester (1994), Graham y Harvey (2001).

Respecto a la existencia de una estructura financiera objetivo podemos decir que puede tener tanta importancia debido a conseguir un nivel de endeudamiento deseado.

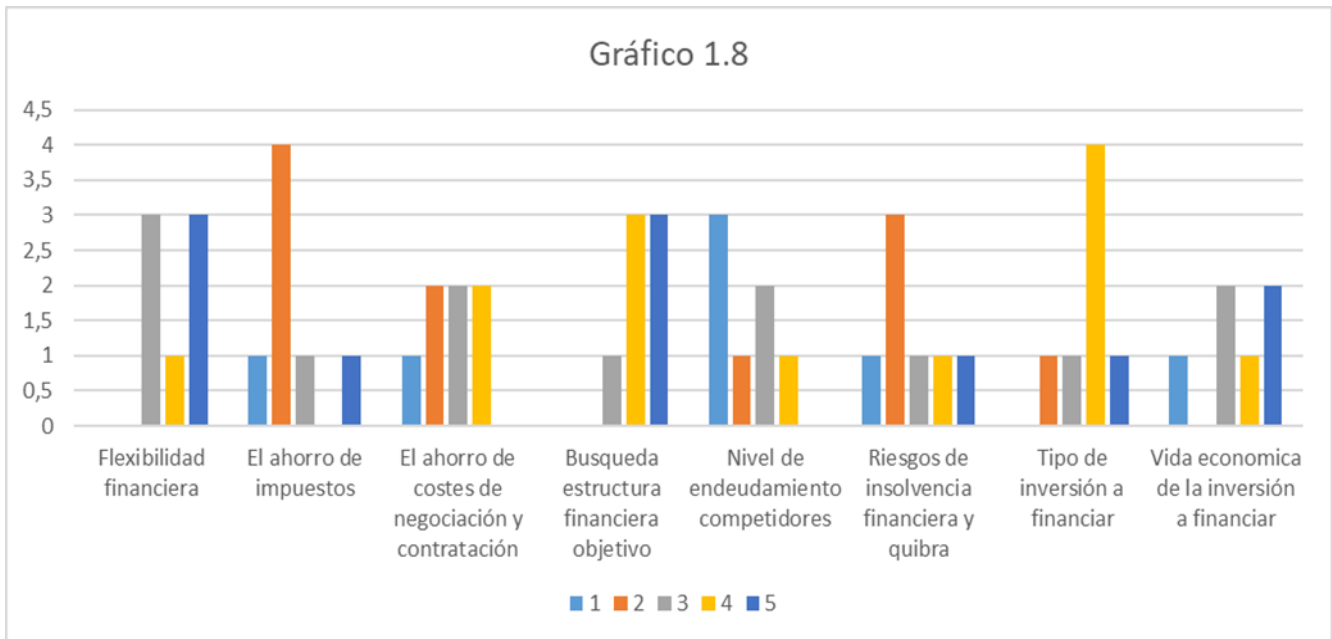


Gráfico 1.8: Elaboración propia.

Y, por último, en la pregunta número nueve, buscamos como en el caso de la inversión, el peso de la financiación. En el gráfico 1.9 vemos que en la mayor parte de empresas el peso de la financiación a largo es entre el 40% y el 60%. Aunque hay empresas que es superior, pero no menor. Como digo hay empresas que cuentan con un intervalo alrededor del intervalo de entre el 60%-80% y otras entre el 80%-100%.

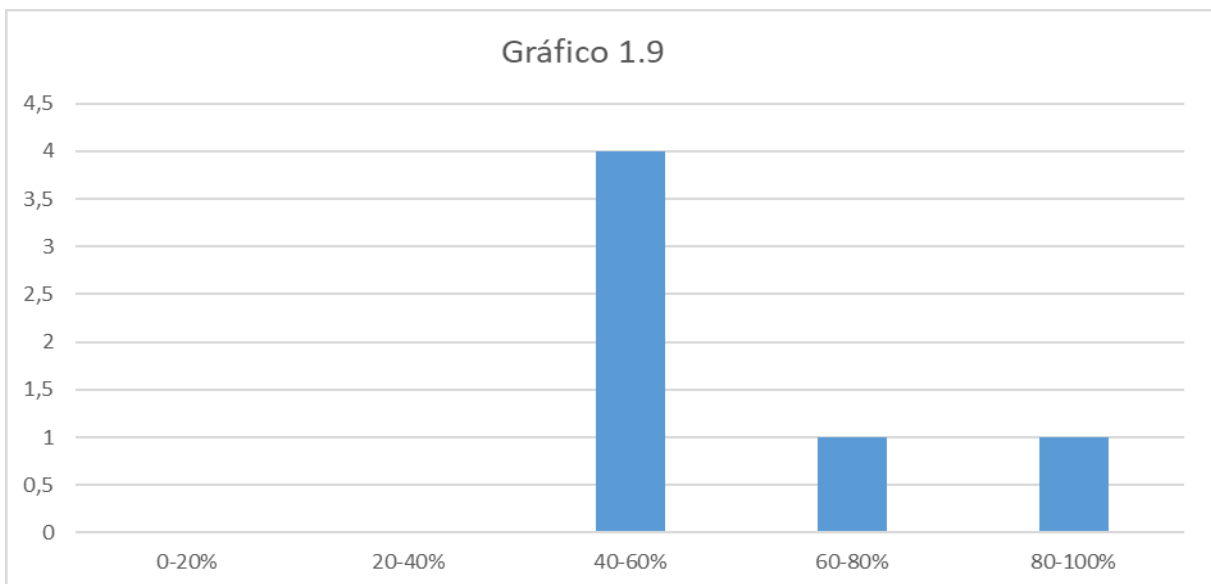


Gráfico 1.9: Elaboración propia

CONCLUSIONES

Tras analizar con profundidad el principal objetivo de la que ha sido mi investigación, es decir de identificar las diferentes técnicas y modelos de valoración de inversiones y de financiación que utilizan los directivos financieros de las empresas del IBEX 35 en la práctica, y estudiar si estas, son las adecuadas desde el punto de vista teórico, todo ello basándonos en lo aprendido en las aulas.

Para llevar a cabo este objetivo lo primero que hice fue enviar a estas 35 empresas un cuestionario, de los cuales, recibí debidamente cumplimentados siete. Normalmente la tasa de respuesta en este tipo de cuestionarios en este campo está alrededor del 7%, por lo que mi tasa de respuesta puedo considerarla buena, ya que está en torno al 20%.

Para empezar el desarrollo de este trabajo, primero he realizado el planteamiento y descripción de las teorías financieras en relación con los temas de capital y estructura de capital de la empresa, estudiadas en las asignaturas de financiera. A partir de este momento y con el análisis de resultados podemos concluir que:

- En relación con las decisiones de inversión, la investigación nos dice que los directores financieros del IBEX 35, usan múltiples técnicas, y estas no son siempre las más recomendadas. El método más utilizado es la TIR, seguido de Payback, y el VAN. Podemos decir que la popularidad de estas técnicas que no son las más completas, puede ser por su sencillez, y que a corto plazo les aporta una mayor utilidad al reemplazar a técnicas más sofisticadas. Entre las técnicas menos utilizadas nos encontramos con las opciones reales que desde el punto de vista teórico es una de las más utilizadas.
- En cuanto a los factores relevantes que se tienen en cuenta a la hora de tomar una decisión de invertir en activos reales. Los directores financieros se apoyan fundamentalmente en los resultados de aplicar las técnicas financieras. Sin embargo, se puede observar que aspectos subjetivos como la intuición o las experiencias pasadas suponen también un factor relevante, esto puede deberse a que el director financiero es una persona con experiencia en puestos similares.
- A la hora de hablar de cómo las empresas identifican las oportunidades futuras de inversión, lo hacen a través del modelo de descuento de flujos.
- En cuanto al peso de la inversión podemos decir que se encuentra en torno al 50%
- Por último, vemos que la tasa de descuento destaca que en cada proyecto se utilice una diferente. Y que para estimar esta lo hacen a través del coste medio ponderado (WACC)

En cuanto a las decisiones de estructura de capital, podemos decir que las respuestas de los directores financieros sobre las cuestiones de financiación ayudan a interpretar la evidencia relativa a los niveles de deuda observados y las variables explicativas propuestas en las principales teorías de

la estructura de capital. Nuestro trabajo se centra en tres de ellas, la teoría del *Trade Off*, la del *Pecking Order*, y la teoría de agencia. Después de aclarar esto podemos decir que:

- Las empresas prefieren la financiación interna a la externa, ya que prefieren los beneficios retenidos. Y que de la financiación externa lo más importante es la deuda bancaria. Este comportamiento viene consolidado por el hecho de que el principal factor determinante de la política financiera de la empresa viene dado por la utilización de deuda cuando los fondos internos no permiten financiar las actividades, todos estos términos señalan tener una preferencia por el *Pecking Order*.
- En cuanto, a los factores que influyen en el nivel de endeudamiento, vemos que destaca la flexibilidad y que se muestra como principal factor en la determinación de nivel de endeudamiento. También muestran una gran relevancia al establecimiento y seguimiento de un ratio de endeudamiento objetivo acorde con la teoría del *Trade Off*.
- En cuanto al peso de la financiación vemos que la mayor parte de las empresas se encuentra entre el 40% y el 60%.

Con este trabajo pretendo contribuir a actualizar los datos disponibles sobre la práctica de decisiones financieras. Después del análisis de resultados podemos de que los directores financieros manejan múltiples técnicas, que combinan para tomar sus decisiones financieras, pero que no siempre son las más adecuadas desde el punto de vista teórico.

Pero antes de acabar dicho trabajo y como se ha sugerido en otros de misma índole puedo decir que es necesario una teoría integrada de la estructura de capital que cuente con el objetivo de adoptar un nivel de endeudamiento óptimo, y no se pueden olvidar de la inclinación que tienen los usuarios hacia lo sencillo.

BIBLIOGRAFÍA

Allen, D.E. (1991): "Los determinantes de la estructura de capital de las empresas australianas cotizadas: la perspectiva del administrador financiero". Revista australiana de gestión.

Azofra V. y Fernández A. (1992): Evolución reciente de la moderna teoría financiera

Azofra V. y Rodríguez J. A. (2012): El endeudamiento de la empresa española: Teorías y Realidades.

Black, F. y M. Schole (1973): "El precio de las opciones y pasivos corporativos". Revista de economía política.

Brealey, R.A., S. C. Myers y F. Allen (2010): "Principios de finanzas corporativas.

Brounen, D., A. de Jong y K. Koedijk (2004): "Finanzas corporativas en Europa": enfrentando la teoría con la práctica.

Brounen, D., A. de Jong y K. Koedijk (2006): "Estructura de capital en Europa: evidencia de encuesta". Revista de banca y finanzas.

Cox, J. C., S.A. Ross y M. Rubinstein (1979): "opción principal: un enfoque simplificado" Revista de economía financiera.

Drucker, P. F. (1946): Concepto de la Corporación, Estados Unidos: John Day Company.

Graham, J. R. (2004): "mesa redonda sobre divulgación corporativa" revista de finanzas corporativas aplicadas.

Graham, J.R. y C. R Harvey (2001): "la teoría y la práctica de las finanzas corporativas: evidencia del campo" diario de economía financiera.

Hwang, N.-C.R. y C.J. Chang (1999): "Percepciones de los gerentes financieros sobre las necesidades de investigación para la región de Asia y el Pacífico "Revista de gestión financiera multinacional.

Iturrandi T. y Maseda A. (2004): Tamaño de la empresa y gestión financiera.

Jesen, M. C. y W. H. Meckling (1976): Teoría de la empresa: comportamiento gerencial, costos de agencia y estructura de propiedad". Revista de economía financiera.

Kester, G. W., R. P. Chang y T. Kai – Chong (1994): "Política financiera corporativa en la cuenca pacífica: Hong Kong y Singapur ". Práctica financiera y educación.

Massé, F. (1963): "Franquicias". Mexico: UPIICSA

Myers, S.C. (1977): "determinantes del endeudamiento corporativo", una publicación de economía financiera.

Myers, S.C. (1984): "el rompecabezas de la estructura de capital" el diario de finanzas.

Myers, S.C. (1984): "teoría financiera y estrategia financiera"

Myers, S.C. (2001): "estructura de capital" revista de perspectivas económicas.

Norton, E. (1990): "Similitudes y diferencias en las creencias de pequeñas y grandes corporaciones sobre la política de estructura de capital ". Economía de la pequeña empresa.

Norton, E. (1991): "Estructura de capital y pequeñas empresas públicas" revista de negocios aventureros.

Norton, E. (1991): "Factores que afectan las decisiones de estructura de capital" la revisión financiera

Pinegar, J.M. y L. Wilbricht (1989): "Lo que los gerentes piensan de la teoría de la estructura de capital: una encuesta". gestión financiera.

Pinsonneault y Kraemer, (1993): "Metodología de investigación de encuestas en sistemas de información de gestión: una evaluación ". Revista de sistemas de información de gestión.

Ramirez, G.G., D.A. Waldman y D. J. Lasser (1991): "Necesidades de investigación en finanzas corporativas: perspectivas de los gerentes financieros" Gestión financiera.

Rayo A. Cortés AM. Y Sáez JL. (2007): Valoración empírica de las opciones de crecimiento. El caso de la gran empresa española.

Ryan B. Scapens RW. Y Theobald M. (2004): Metodología de la investigación en finanzas y contabilidad.

Saona Hoffmann, P. (2006): La teoría de agencia y el entorno institucional como marco de análisis de la decisión de endeudamiento de las empresas no financieras de Chile y España.

Schall, L. D., G. L. Sundem y W.J. Geijsbeek (1978): "Encuesta y análisis de métodos de presupuestación de capital". El diario de finanzas.

Solomon, E. (1972): The Theory of Financial Management, New York, Columbia, University Press.

Suárez Suárez, A. (2003): Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa.

Tufano, P. (2001): "Volumen de la conferencia HBS-JFE: métodos de investigación complementarios ". Revista de economía financiera.

Willimson,O.E.(1998): "Finanzas corporativas y gobierno corporativo". El diario de finanzas "

Zingales, L. (2000): "En busca de nuevas fundaciones". El periódico de finanzas

Zisswiller, R. (1976): "Microeconomía y análisis financiero". Dalloz Management, finanzas parís.

Apuntes de las asignaturas de finanzas.

WEBGRAFÍA

<http://economipedia.com/definiciones/teoria-la-agencia.html>

<http://www.bolsamadrid.es/esp/asp/Mercados/Precios.aspx?indice=ESI100000000&punto=indice>

http://webs2002.uab.es/Jverges/CONT_PDF/2CONTROL.PDF

NOTICIAS

<http://www.eleconomista.es/empresas-finanzas/noticias/8661065/10/17/Una-quincena-de-empresas-se-llevan-la-sede-social-de-Cataluna-en-una-semana.html>

<https://finanzasyproyectos.net/importancia-de-las-finanzas-en-la-empresa/>

Figura 1: Tabla de contacto y envíos de cuestionario a las empresas Ibex 35

EMPRESAS DEL IBEX	CONTACTO	CUESTIONARIO ENVIADO	REENVIADO	REENVIADO
ABERTIS	relaciones.inversores@abertis.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
ACCIONA	inversores@acciona.es	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
ACERINOX	accionistas@acerinox.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
ACS	ir@grupoacs.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
AENA	ir@aena.es	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
AMADEUS	ir@amadeus.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
ARCELORMITTAL	crteam@arcelormittal.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
BA.SABADELL	InvestorRelations@bancsabadell.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
BA.SANTANDER	investor@gruposantander.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
BANKIA	bankiacomunicacion@bankia.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
BANKINTER	investor_relations@bankinter.es	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
BBVA	inversoresbbva@bbva.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
CAIXABANK	investors@caixabank.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
CELLNEX	investor.relations@cellnextelecom.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
DIA	investor.relations@diagroup.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
ENAGAS	investors@enagas.es	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
ENDESA	ir@Endesa.es	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
FERROVIAL	accionistas@ferrovial.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
GAS NATURAL	relinversor@gasnaturalfenosa.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
GRIFOLS CLASE A	inversores@grifols.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
IAG	investor.relations@iairgroup.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
IBERDROLA	investor.relations@iberdrola.es	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
INDITEX	r.inversores@inditex.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
INDRA A	indra@indracompany.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
INM.COLONIAL	inversores@inmocolonial.com			26/09/2017
MAPFRE	http://www.mapfre.es/buzones/app/formularios/portext2/Contactenos_Inversores	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
MEDIASET	inversores@mediaset.es	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
MELIA HOTELS	investors.relations@melia.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
MERLIN	fernando.ramirez@merlinprop.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
R.E.C.	relacioninversores@ree.es	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
REPSOL	infoaccionistas@repsol.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
SIEMENS GAMESA	irsg@siemensgamesacorp.com			26/09/2017
TECNICAS REUNIDAS	att_acc@trsa.es	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
TELEFONICA	ir@telefonica.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017
VISCOFAN	info-inv@viscofan.com	11/11/2016	02/12/2016	15/02/2017

Figura 2: Tabla de resultados pregunta 1

factores decisiones de inversión	1	2	3	4	5	
Resultados de la aplicación de técnicas financieras		0	0	0	2	5
Intuición		2	4	1	0	0
Implicaciones estratégicas no cuantificables		0	0	2	3	2
Compromisos contractuales		1	0	4	1	1
Obligaciones legales		1	0	3	1	2
Experiencia en inversiones pasadas		0	0	2	4	1
Flexibilidad		0	1	2	4	0
Otro (nuevas oportunidades y rentabilidad)						2

Figura 3: Tabla de resultados pregunta 2

tecnicas financieras	1	2	3	4	5	
VAN		0	1	0	2	4
TIR		0	0	0	1	6
payback		0	0	1	2	5
IR		1	1	1	1	2
modelos de valoracion de opciones reales		1	1	2	1	
analisis de sensibilidad		0	0	0	3	3
modelos de simulacion		0	0	1	3	2
otro (dividend discount model)						1

Figura 4: Tabla de resultados pregunta 3

Frecuencia tecnicas identificar oportunidades futuras	1	2	3	4	5
Matrices Boston Consulting group o similares	1	2	1	1	1
Modelo descuento de flujos	0	0	0	2	5
Técnica de valoracion de opciones reales	1	1	2	1	1
Diamante de Porter o similares	0	3	2	1	0
Árboles de decisión	1	2	1	2	0
Otro (indique cual)	0	0	0	0	0

Figura 5: Tabla de resultados pregunta 4

Peso inversiones	0-20%	20-40%	40-60%	60-80%	80-100%	Otros
	0	0	4	1		1(inversión anual sobre activos operativos netos)

Figura 6: Tabla de resultados pregunta 5

Tasa de descuento de CF en inversión	empresas
Un único valor para todos	0
Un valor diferente para cada uno	6
Un mismo valor por unidad de negocio	1
Ninguna no se usan modelos de descuento	0

Figura 7: Tabla de resultados pregunta 6

Como estima la tasa de descuento	Columna2
Coste medio ponderado del capital (WACC)	7
Rentb. activo libre de riesgo mas prima por el riesgo	1
Tipo de interes de la deuda	1
Rentb. Media del sector	0
Rentb. Media accionistas	0
otro (indique cual)	0

Figura 8:Tabla de resultados pregunta 7

Peso métodos financiación	1	2	3	4	5	
Beneficios retenidos		0	2	0	4	1
Prestamos y créditos bancarios		0	0	1	4	1
Deuda negociada en mercados organizados		0	0	2	3	2
Recursos procedentes de empresas del grup		2	1	0	2	2
Aportaciones de accionistas/socios		2	3	1	0	1
Proveedores		3	1	0	0	1
Otro (deposito a clientes)					1	

Figura 9: Tabla de resultados pregunta 8

Peso factores endeudamiento	1	2	3	4	5	
Flexibilidad financiera		0	0	3	1	3
El ahorro de impuestos		1	4	1	0	1
El ahorro de costes de negociación y contratación		1	2	2	2	0
Busqueda estructura financiera objetivo		0	0	1	3	3
Nivel de endeudamiento competidores		3	1	2	1	0
Riesgos de insolvencia financiera y quiebra		1	3	1	1	1
Tipo de inversión a financiar		0	1	1	4	1
Vida economica de la inversión a financiar		1	0	2	1	2

Figura 10: Tabla de resultados pregunta 9

Peso financiación	0-20%	20-40%	40-60%	60-80%	80-100%	
	0	0	4	1		1

Anexo 11: Carta de presentación y encuesta



Soria, a 11 de noviembre de 2016

Estimado Sr./Sra.:

Me dirijo a usted para solicitar su colaboración en una investigación que estoy realizando en el marco del Trabajo de Fin de Grado de la titulación de Grado en Administración y Dirección de Empresas de la Facultad de Ciencias Empresariales y del Trabajo de la Universidad de Valladolid – Campus Duques de Soria.

Mi investigación se centra en analizar las técnicas de decisión financieras de las empresas que comprenden el Ibex 35. El objetivo es identificar las prácticas más habituales y ofrecer una explicación razonada y contrastada del posible gap entre teoría y práctica empresarial.

Estaría muy agradecida si contestase el cuestionario que le adjunto, el cual no le tomará más de 5 minutos, ya que como es de suponer la realización del trabajo de investigación depende de su participación.

A la hora de responder el cuestionario tenga en cuenta que sus respuestas nos servirán para poder hacer una aproximación de la teoría a la práctica. Toda la información se tratará de manera confidencial y solo se publicarán los resultados obtenidos.

Agradezco de antemano su colaboración, y aprovecho para enviarle un cordial saludo en mi nombre y en el de mi tutor (Dr. Conrado Diego García Gómez)

Edo: María Ramos García

Alumna Grado en ADE

Universidad de Valladolid - Campus Duques de Soria

CUESTIONARIO

Sus respuestas serán tratadas de manera estadística, agregada y anónima, quedando garantizada su completa confidencialidad. Agradecemos su tiempo y disposición a participar en esta investigación. Para cualquier duda puede ponerse en contacto con Conrado Diego García Gómez (conradodiego.garcia@uva.es) o en el teléfono 975 129 392.

SELECCION DE INVERSIONES

1. Qué peso tienen en sus decisiones de inversión los siguientes factores.
(1 muy reducido; 5 muy elevado)

Resultados de la aplicación de técnicas financieras	1	2	3	4	5
Intuición	1	2	3	4	5
Implicaciones estratégicas no cuantificables	1	2	3	4	5
Compromisos contractuales	1	2	3	4	5
Obligaciones legales	1	2	3	4	5
Experiencia en inversiones pasadas	1	2	3	4	5
Flexibilidad	1	2	3	4	5
Otro (indique cual)	1	2	3	4	5

2. Con qué frecuencia se aplican las siguientes técnicas financieras en su empresa.
(1 nunca; 5 siempre)

VAN (valor actual neto)	1	2	3	4	5
TIR (tasa interna de retomo)	1	2	3	4	5
PayBack (plazo de recuperación)	1	2	3	4	5
IR (índice de rentabilidad)	1	2	3	4	5
Modelos de valoración de opciones reales	1	2	3	4	5
Análisis de sensibilidad	1	2	3	4	5
Modelos de simulación	1	2	3	4	5
Otro (indique cual)	1	2	3	4	5

3. Con qué frecuencia utiliza las siguientes técnicas para identificar las oportunidades futuras de inversión.
(1 muy baja; 5 muy alta)

Matrices Boston Consulting Group o similares	1	2	3	4	5
Modelo de descuento de flujos	1	2	3	4	5
Técnicas de valoración de opciones reales	1	2	3	4	5
Diamante de Porter o similares	1	2	3	4	5
Arboles de decisión	1	2	3	4	5
Otro (indique cual)	1	2	3	4	5

4. ¿Cuál es peso de las inversiones en su empresa?

0-20%	20-40%	40-60%	60-80%	80-100%
-------	--------	--------	--------	---------

POLITICA DE FINANCIACION

5. Tasa de descuento que utiliza para descontar los CF de los proyectos de inversión.
- Un único valor para todos los proyectos
- Un valor diferente para cada proyecto
- Un mismo valor por unidad de negocio
- Ninguna. No se usan modelos de descuento.
6. ¿Cómo estima la tasa de descuento?
- Coste Medio Ponderado del Capital (WACC)
- Rentabilidad del activo libre de riesgo más una prima por el riesgo del proyecto
- Tipo de interés de la deuda
- Rentabilidad media del sector
- Rentabilidad media de los accionistas
- Otro:
7. Cuál es el peso de los siguientes medios de financiación. (1 nada importante; 5 muy importante)

Beneficios retenidos	1	2	3	4	5
Préstamos / créditos bancarios	1	2	3	4	5
Deuda negociada en mercados organizados	1	2	3	4	5
Recursos procedentes de empresas del grupo	1	2	3	4	5
Aportaciones de los accionistas / socios	1	2	3	4	5
Proveedores	1	2	3	4	5
Otro (indique cual)	1	2	3	4	5

8. Cuál es el peso de los siguientes factores en el nivel de endeudamiento. (1 nada importante; 5 muy importante)

Flexibilidad financiera (capacidad para modificar el nivel de endeudamiento)	1	2	3	4	5
El ahorro de impuestos (deducibilidad de intereses)	1	2	3	4	5
El ahorro de costes de negociación y contratación.	1	2	3	4	5
La búsqueda de una estructura financiera objetivo	1	2	3	4	5
El nivel de endeudamiento de los competidores	1	2	3	4	5
Los potenciales riesgos de insolvencia financiera y quiebra	1	2	3	4	5
El tipo de inversión a realizar o los activos a financiar	1	2	3	4	5
La vida económica de la inversión a financiar	1	2	3	4	5

9. ¿Cuál es peso de la financiación a largo plazo en su empresa?

0-20%	20-40%	40-60%	60-80%	80-100%
-------	--------	--------	--------	---------

Reiteramos nuestro agradecimiento por colaborar con su tiempo en esta investigación.

Por favor, envíe sus respuestas por cualquiera de los siguientes medios:

- Por fax al 975 129 301
- Por correo postal a la dirección: Facultad de Ciencias Empresariales y del Trabajo – Campus Duques de Soria, s/n, 42004 – Soria (Despacho 8).
- Escaneada por correo electrónico: ramos.garcia@alumnos.uva.es