

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA



**“DETERMINANTES DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL EN LAS
EMPRESAS DISTRIBUIDORAS DE ENERGÍA ELÉCTRICA EN EL
SALVADOR”**

TRABAJO DE GRADUACIÓN PRESENTADO POR:

EMMANUEL ERNESTO LOPEZ NUÑEZ

KAREN ELIZABETH VALLADARES PONCE

PARA OPTAR AL GRADO DE:

MAESTRO/A EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

NOVIEMBRE DE 2018

CIUDAD UNIVERSITARIA, EL SALVADOR, CENTROAMÉRICA

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR : MSC. ROGER ARMANDO ARIAS
SECRETARIO GENERAL : MSC. CRISTÓBAL RIOS

AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DECANO : LIC. NIXON ROGELIO HERNÁNDEZ VÁSQUEZ
VICEDECANO : LIC. MARIO WILFREDO Crespín ELÍAS, M.Sc.
SECRETARIO : LICDA. VILMA MARISOL MEJÍA TRUJILLO
ADMINISTRADOR ACADÉMICO: LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO MELÉNDEZ
TRIBUNAL EXAMINADOR : LIC. JUAN VICENTE ALVARADO RODRÍGUEZ, M.Sc.
LIC. JONNY FRANCISCO MERCADO CARRILLO, MAF
LIC. VICTOR RENÉ OSORIO AMAYA, M.Sc.

NOVIEMBRE 2018

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTRO AMÉRICA

RESUMEN

La búsqueda de mayores retornos es parte inherente de las iniciativas privadas que en su afán por obtenerlos, promueven el crecimiento económico al dinamizar las actividades productivas con la introducción de mejoras en sus operaciones ordinarias y nuevos proyectos, realizan iniciativas que requieren de fuentes de financiamiento; por tal razón, un tema de amplio debate en materia de finanzas es la estructura de capital que permita alcanzar los objetivos.

En ese sentido, considerando la importancia que tiene el sector energético en el desenvolvimiento económico del país, se realizó el estudio de la elección de la estructura de capital de las empresas distribuidoras de energía eléctrica de El Salvador con el propósito de identificar los factores más relevantes al momento de elegir la combinación de fuentes de financiamiento que les ha permitido obtener indicadores de desempeño satisfactorios, reduciendo costos y potenciando resultados financieros positivos.

Para lograr el propósito antes señalado, se realizó un estudio cualitativo del tema, recabándose la opinión de expertos en el área financiera de las empresas distribuidoras de energía eléctrica, a través de la aplicación de una entrevista semiestructurada. La información obtenida se categorizó y sintetizó a través de tablas comparativas que permitieron comprender el contexto y experiencia que dieron origen a las opiniones referentes al tema.

Del proceso en mención, se verificó que el capital propio y la deuda financiera son las principales fuentes de recursos con que las empresas distribuidoras de energía eléctrica financian sus operaciones.

Asimismo, la investigación permitió evidenciar que los costos de las fuentes de financiamiento son un factor relevante en la elección de la estructura de capital con que las empresas operan, que los beneficios fiscales en sí mismos son relevantes más no determinantes en la estructura, que hay un orden establecido en las preferencias por determinadas fuentes y que la estabilidad política, económica y la gestión gubernamental juegan un papel importante para tomar estas decisiones. Además, se verificó que la estructura de capital seleccionada por las empresas tiene efectos sobre sus resultados financieros.

ÍNDICE GENERAL

INTRODUCCIÓN	1
CAPÍTULO 1. Planteamiento del Problema	3
1.1 Antecedentes	3
1.2 Definición del problema.....	6
1.3 Preguntas de investigación	7
1.4 Hipótesis	8
1.5 Objetivos generales y específicos	8
1.5.1 Objetivo general	8
1.5.2 Objetivos específicos	8
1.6 Justificación	9
1.7 Delimitación y limitaciones de la investigación	10
CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO	11
2.1 Conceptos clave	11
2.2 Principales desarrollos teóricos sobre la Estructura de Capital en las empresas. 12	
2.2.1 Desarrollos teóricos sobre estructura de capital en mercados de capital perfectos.....	12
2.2.2 Desarrollos teóricos sobre Estructura de Capital en Mercados de Capital Imperfectos.	18
2.3 Evidencia empírica en el estudio de la Estructura de Capital en la región.....	23
CAPÍTULO III: METODOLOGÍA.....	30
3.1 Diseño de la investigación.....	30

3.2	Población y muestra	31
3.3	Fuentes de información	33
3.3.1	Entrevista	33
3.3.2	Participantes	33
3.4	Instrumento.	33
3.5	Métodos de análisis de datos.	34
CAPÍTULO IV: ANÁLISIS DE RESULTADOS		35
4.1	Recolección de datos	35
4.2	Captura de datos y organización de la información	35
4.3	Presentación de resultados	37
4.4	Principales Hallazgos	63
CAPÍTULO V: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES		66
5.1	Conclusiones	66
5.2	Recomendaciones	68
BIBLIOGRAFÍA		70
ANEXOS		73
	Anexo N°1: Resumen, corrientes teóricas que abordan los factores determinantes de la estructura de capital en las empresas.....	73
	Anexo N°2: Mapa de áreas de influencia y participación en las ventas de electricidad de las compañías distribuidora de energía eléctrica en El Salvador, 2017.	74
	Anexo N°3: Guía de entrevista para el levantamiento de información.	75

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Distribuidoras de Energía Eléctrica en El Salvador, datos relevantes de 2017.....	32
Tabla 2: Distribuidoras de Energía Eléctrica en El Salvador, datos relevantes de 2017 (Peso relativo).....	32

INTRODUCCIÓN

El éxito en las empresas se traduce tanto en un fortalecimiento y ampliación de sus negocios, como en un incentivo hacia nuevas iniciativas de inversión. Entre los elementos que influyen en dicho éxito se encuentra la gestión de las fuentes de financiamiento que inyectan recursos a sus operaciones, de la combinación que se realice dependerá el costo promedio ponderado de capital que tendrán que asumir y cubrir con los flujos que el negocio genere.

Estas decisiones de financiamiento se vuelven clave para la sostenibilidad de las empresas, por lo que el análisis de los determinantes de la elección de la estructura de capital o combinación de fuentes de financiamiento toma relevancia para comprender su funcionamiento. No existe un consenso a nivel teórico ni empírico sobre cuáles son esos factores que influyen en esta toma de decisiones, por lo que se vuelve necesario analizar los casos de las empresas particulares entendiendo sus propios contextos y realidades.

El propósito de esta investigación es identificar los factores que consideran las empresas distribuidoras de energía para la definición de su estructura de capital a la luz de los planteamientos teóricos existentes y verificar la relación de dicha estructura en sus resultados financieros, con base a la experticia con la que cuentan los administradores financieros de las empresas en mención. La investigación se presenta en cinco capítulos.

El primero de ellos aborda el planteamiento del problema de investigación, que sirve de punto de partida para comprender los antecedentes y la definición de la problemática, de los cuales derivan las preguntas a las que se pretende dar respuesta, la hipótesis, los objetivos buscados y su justificación, recalcando la delimitación y limitaciones con las cuales se desarrolló el estudio.

El segundo capítulo presenta los principales desarrollos teóricos existentes sobre la estructura de capital en las empresas, así como algunas experiencias empíricas en la aplicación de estudios sobre la temática en países de la región. La metodología que ha enmarcado la realización del estudio se describe en el tercer capítulo, abordando el diseño de la investigación, la población y muestra con la que se realizó el levantamiento de información, las fuentes e instrumento de recolección, su aplicación y forma de análisis de los datos obtenidos.

El cuarto capítulo se enfoca en abordar los resultados obtenidos con la investigación, detallando el proceso de recolección de datos, el procesamiento de la información, poniendo énfasis en los principales resultados obtenidos mediante la realización de las entrevistas a los informantes clave, que permitieron vincular los principales hallazgos con la generación de conclusiones y recomendaciones expresadas en el capítulo cinco.

Se finaliza con la presentación de la bibliografía que sirvió de respaldo en la realización de la investigación y la información complementaria del estudio.

CAPÍTULO 1. Planteamiento del Problema

1.1 Antecedentes

Uno de los ejes fundamentales que impulsa el crecimiento económico de los países es la iniciativa privada que se materializa en inversiones y da vida a diversos desarrollos productivos en las diferentes áreas de actividad económica con decisiones de nuevos emprendimientos, ampliación de proyectos, refinanciamiento, ampliación de la deuda, inversiones en mercados de valores, etc., que limitan o inyectan recursos en la economía, determinando el nivel de actividad productiva con su efecto multiplicador, a través de la generación de bienes y servicios, demanda, empleo, ingreso y demás factores dinamizadores.

Cuando las empresas obtienen resultados financieros positivos producto de sus decisiones de inversión, donde el rendimiento percibido supera los costos totales de su implementación, fortalece las iniciativas de negocios y atraen nuevos recursos que potencian y amplían las oportunidades productivas en el país.

Uno de los factores que influyen en el buen desempeño financiero en las empresas es la combinación de fuentes de financiamiento que utilizan para inyectar recursos a sus operaciones, pues el precio a asumir es diferente en cada una de ellas, por lo tanto, dicha combinación establece el costo total que los negocios deben cubrir con su actividad.

Estas decisiones de financiamiento varían entre empresas dependiendo de los elementos que consideren prioritarios en la evaluación, como pueden ser el aprovechamiento de ventajas fiscales, los costos adicionales de utilizar deuda, las preferencias propias por cierto tipo de fuentes de recursos, los efectos estimados sobre el rendimiento, el conocimiento sobre oportunidades de inversión, los riesgos a los cuales deben enfrentarse con cada una de ellas, la evaluación y expectativas futuras del entorno microeconómico y macroeconómico, elementos de competencia, aversión al riesgo, etc.

No obstante, pese a la vasta evidencia empírica internacional de cómo las empresas adoptan una combinación de fuentes de financiamiento, no existe consenso al respecto, sin embargo, si se evidencia el efecto que pueden tener sobre el valor de la empresa los factores antes indicados en las decisiones estratégicas que se tomen (Zambrano V. & Acuña C., 2011).

En algunas industrias, estudios han revelado que el tamaño de las firmas, las oportunidades de crecimiento y los resultados en rentabilidad obtenidos, son los factores que ejercen mayor influencia en la estructura de capital establecida, aunado al macroentorno, la política pública impulsada por el gobierno en materia fiscal, el nivel de desarrollo institucional, el Gobierno Corporativo propio de la empresa y su exposición a los mercados de capitales (Delfino, 2005). Sin embargo, es importante considerar la realidad de cada empresa, condiciones del sector, ventajas específicas, criterios de riesgo y retorno deseado para luego definir la estructura de capital que más se adecue a sus flujos financieros.

Por su parte, (Serrano, Ferrufino, & Pérez, 2012) identificaron que las compañías que conformaban el sector construcción y de arrendamiento de edificaciones con fines comerciales, *no tienen un método estricto a seguir para el establecimiento de su estructura de capital* al momento de incursionar en nuevos proyectos de inversión, por lo cual propusieron diversificar las fuentes de financiamiento a fin que dichas empresas tuvieran un acceso adecuado a recursos que les permitiera ordenar sus niveles de deuda.

Aunado a ese planteamiento se encuentran las recomendaciones realizadas por (Quintanilla, Renderos, & Vásquez, 2010) que en su estudio enlistan los elementos que consideran necesarios a tener en cuenta para alcanzar una *estructura de capital adecuada*, entre los que resaltan la gestión de las cuentas por cobrar, niveles de inventarios óptimos, negociación de plazos de pago con proveedores y la conversión de deuda de corto a largo plazo.

Sin embargo, las investigaciones antes señaladas se centran en evaluaciones de los Estados Financieros de las empresas objeto de estudio, lo cual es de utilidad al momento de tratar el tema en comentario pero no aborda directamente por qué las empresas se decantan a distintos tipos de estructura de capital si a grandes rasgos su objetivo es el mismo, maximizar la riqueza de sus accionistas. Al respecto, (Milla, 2012) abordó desde un enfoque más conceptual la estructura de capital de las empresas, concluyendo que ésta descansa mucho en *el juicio de los actores principales*, por tanto, al tener estas percepciones distintas en cuanto al origen y uso de los recursos, así de diversas podrán

ser las posturas referentes a la combinación de capital propio y deuda que definan las empresas.

Tal como lo señala (Milla, 2012), las empresas nacionales adquieren durante su proceso de crecimiento y participación en el mercado, una *estructura de capital funcional* para sus propósitos, enmarcada en mantener su posición competitiva respecto a los demás actores del mercado al que pertenece, razón por la cual la definición de una combinación de capital propio y deuda se vuelve fundamental para la empresa.

En ese sentido, los lineamientos que sirvan de guía en el establecimiento de la estructura de capital de las empresas son cruciales en su futuro, pues el costo que se asume con la misma podría determinar sus posibilidades de sostenibilidad y crecimiento de mediano y largo plazo en el mercado, por lo que los dueños de los recursos esperan que el rendimiento generado con sus inversiones sea superior al costo total de las operaciones.

1.2 Definición del problema

Los factores considerados en la toma de decisiones de financiamiento pueden variar entre empresas y generar efectos positivos o negativos inesperados sobre sus resultados financieros.

La decisión de cómo fundear una empresa es compleja, los inversores, gerentes o quien realice las funciones de analista financiero, deben determinar qué combinación de deuda-patrimonio es más adecuada para alcanzar el rendimiento esperado. Muchas decisiones financieras pueden llevar a funcionar con combinación de fuentes de financiamiento que no generan el rendimiento potencial de los negocios en su sector económico y por tanto, pierde valor.

Se esperaría que mayores niveles de deuda reduzcan los costos del financiamiento total y se potencie la rentabilidad, considerando que la deuda posee un costo menor y que existe un efecto impositivo favorable al adquirirla, teniendo en cuenta que los intereses son deducibles de las ganancias obtenidas, generando niveles de costo competitivos; sin embargo, si se desconoce cuál es el nivel de financiamiento adecuado que se traduzca en mayores rendimientos, puede llevar a tener efectos adversos y por tanto provocar un deterioro del desempeño financiero de la compañía.

1.3 Preguntas de investigación

¿Cuáles son los factores que determinan la elección de estructura de capital en las empresas distribuidoras de energía eléctrica?

¿Existe relación entre la estructura de capital seleccionada en las empresas distribuidoras de energía eléctrica y sus resultados financieros?

1.4 Hipótesis

Hi: Los costos de las fuentes de financiamiento, los beneficios fiscales de la deuda, y las preferencias particulares por cada tipo de fuente, son determinantes en la selección de la estructura de capital de las empresas distribuidoras de energía eléctrica en El Salvador.

Ho: Los costos de las fuentes de financiamiento, los beneficios fiscales de la deuda, y las preferencias particulares por cada tipo de fuente, no son determinantes en la selección de la estructura de capital de las empresas distribuidoras de energía eléctrica en El Salvador.

1.5 Objetivos generales y específicos

1.5.1 Objetivo general

Identificar los factores que determinan las decisiones de estructura de capital de las empresas distribuidoras de energía eléctrica en El Salvador y la relación de esta estructura con su desempeño financiero.

1.5.2 Objetivos específicos

- Establecer los factores que determinan la elección de estructura de capital en las empresas distribuidoras de energía eléctrica en El Salvador.

- Verificar si la estructura de capital definida influye en los resultados financieros de las empresas distribuidoras de energía eléctrica en El Salvador.
- Realizar una investigación de campo, documental y bibliográfica, sobre los factores determinantes de la estructura de capital en las empresas distribuidoras de energía eléctrica en El Salvador y la relación con su desempeño financiero.

1.6 Justificación

El buen desempeño de cualquier empresa es un factor fundamental que incentiva la inversión privada y por tanto dinamiza el crecimiento económico. Una de las decisiones que determina dicho desempeño es la elección referente a la combinación de fuentes de fondeo a las que puede optar una empresa, pues de esta dependerá el costo total que deba asumir y los efectos sobre su rentabilidad, flujo de efectivo y demás indicadores de desempeño financiero.

En ese sentido, el estudio de la estructura de capital de las empresas distribuidoras de energía eléctrica resulta de utilidad, pues permitirá identificar los factores de decisión con los cuales las empresas han establecido sus fuentes y niveles de financiamiento que les han permitido obtener indicadores de desempeño satisfactorios, reduciendo costos y potenciando resultados financieros positivos.

1.7 Delimitación y limitaciones de la investigación

La investigación se sustentó en los planteamientos teóricos relacionados con los factores determinantes en las decisiones de estructura de capital de las empresas; que se dividen en dos grandes corrientes que son: 1) *mercados de capitales perfectos*, que engloba las teorías del Resultado de Explotación, Resultado Neto, Tradicionalista y M&M de 1958, y 2) *mercados de capitales imperfectos*, que recoge las teorías de M&M corregida de 1963, Trade Off, Jerarquías de preferencias (Pecking Order), Información Asimétrica y costos de agencia; y en la relación de dichos planteamientos con sus resultados financieros. Es importante indicar que en el estudio de campo, se hizo énfasis en las teorías Tradicionalista, M&M corregida, Trade-Off, Pecking Order y Costos de Agencia.

Además, el estudio se enfocó en las decisiones de financiamiento de las principales distribuidoras de energía eléctrica localizadas en El Salvador, cuya preparación y ejecución se realizó entre el periodo de febrero a octubre de 2018 y contempló entrevistas con expertos del área financiera de las empresas en mención.

Con relación a las limitantes, es importante mencionar que el detalle y especificidad de la información obtenida, estuvo sujeta a la apertura de los informantes claves en cada empresa, proceso que se gestionó durante los meses de mayo a agosto de 2018.

CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO

2.1 Conceptos clave

El estudio de la estructura de capital y sus efectos en el desempeño financiero de la empresa supone comprender algunos conceptos claves que se explican a continuación:

a. Costo Promedio de Capital Ponderado

Es el costo promedio que asumen las empresas cuando financian sus actividades con una combinación entre endeudamiento y recursos propios. Este costo considera el costo de la deuda y el costo de los recursos propios, ponderados por sus respectivas proporciones en la estructura de capital de la empresa, para determinar el valor del costo promedio ponderado. Suele conocerse por sus siglas en inglés WACC (Weighted Average Cost of Capital).

b. Costo de la deuda

Es el costo del endeudamiento de la empresa, es decir, es la tasa que una empresa paga por el uso de recursos de los acreedores para financiar sus operaciones y que suele representarse mediante las letras “Kd”.

c. Costo de los recursos propios

Es la tasa que asume la empresa al financiar sus operaciones, con recursos de sus dueños o accionistas y que constituye el rendimiento exigido por dichos inversores, que suele representarse mediante las letras “Ke”.

d. Estructura de capital

La estructura de capital de las empresas constituye aquellas proporciones de deuda, capital accionario y otro tipo valores, que les proveen de recursos para el financiamiento de sus operaciones (Berk & Demarzo, 2008).

2.2 Principales desarrollos teóricos sobre la Estructura de Capital en las empresas.

Los factores determinantes en la elección de la estructura de capital de las empresas han constituido una temática de amplio estudio y debate en los últimos años.

Las corrientes teóricas encaminadas a comprender las decisiones de estructura de capital se enmarcan en dos posibles contextos: uno donde no existen fallas de mercado, es decir, *mercados de capitales perfectos*; y otro donde la interacción de las empresas se enfrenta a diversas fallas de mercado, es decir, *mercados de capitales imperfectos*.

2.2.1 Desarrollos teóricos sobre estructura de capital en mercados de capital perfectos.

Las teorías que desarrollan sus ideas en un contexto de mercado de capital perfecto se conocen como *Clásicas*, dentro de las cuales se encuentran los enfoques “Resultado de Explotación (RE)” y “Resultado Neto (RN)”, la teoría tradicionalista y los postulados desarrollados por Franco Modigliani y Merton Miller (Modigliani & Miller, 1958).

a. Resultado de Explotación –RE- y Resultado Neto –RN (Rivera G., 2002).

Factores determinantes de la estructura de capital según estas teorías: RE ninguno (no existe estructura optima), RN menor costo del financiamiento con deuda.

Entre los trabajos pioneros relacionados a Estructura de Capital se encuentran los enfoques RE y RN que servirían de punto de partida para los siguientes desarrollos teóricos clásicos. El *enfoque RE*, considera que el valor de mercado de la empresa y el costo promedio ponderado de capital toman valores constantes, por lo que cualquier esfuerzo por combinar fuentes de financiamiento que maximice el valor de la empresa sería en vano, estableciendo así que no existe una estructura de capital óptima para las empresas.

Por su parte, el *enfoque RN* considera que el costo de la deuda y el costo del capital propio toman valores constantes, siendo el valor del costo de la deuda menor que el de los recursos propios, pues el primero está influenciado por el riesgo de las diferentes inversiones; esto implica que el costo promedio ponderado del capital será menor en la medida que las empresas cuenten con las mayores proporciones de deuda posible en sus fuentes de financiamiento.

b. Teoría tradicionalista.

Factores determinantes de la estructura de capital según esta teoría: minimización del costo promedio del financiamiento.

Las ideas *tradicionalistas* se posicionan, en cierta medida, en un punto medio de los dos enfoques anteriores, y sostienen que existe una combinación óptima entre el nivel de deuda y capital propio con el cual se minimiza el costo promedio del financiamiento y se maximiza el valor de la empresa. Consideran que el riesgo de los diferentes tipos de inversión ocasiona que el costo del endeudamiento sea menor que el de los recursos propios, pero esta combinación de costos presenta para esta teoría una forma de “U”, donde existe un mínimo óptimo en el costo total del capital que depende de la relación endeudamiento/recursos propios (Franco, López, & Muñoz, 2010). Se dice que para dicho planteamiento no fue desarrollado un soporte teórico riguroso, pero si motivó diversos estudios empíricos para identificar cuáles son los factores que determinan la estructura de capital que permite maximizar el valor de las empresas.

c. La tesis de Modigliani y Miller (1958).

Factores determinantes de la estructura de capital según esta teoría: ninguno (estructura de capital irrelevante en el valor de la empresa).

Franco Modigliani y Merton Miller en un ensayo publicado por The American Economic Review en 1958, establecieron un planteamiento teórico en el cual

demuestran cómo, bajo un escenario controlado, el valor de una empresa dentro de un mercado competitivo no dependerá de su estructura de capital.

En su trabajo desarrollaron ciertas proposiciones derivadas de un análisis de modelo eficiente del mercado de capitales, aislando la estructura de capital del mundo real mediante diversos supuestos restrictivos como “la inexistencia de imperfecciones en el mercado de capitales, la inexistencia de costos de transacción, la posibilidad de prestar y pedir prestado dinero a la tasa libre de riesgo, la inexistencia de impuestos corporativos y personales y costos derivados de la quiebra” (Delfino, 2005, pág. 3), entre otros.

Esto implicaba que los gerentes financieros no debían preocuparse por la manera con la que financiarían las inversiones de la empresa, y por tanto tenían que prestar mayor atención a la búsqueda de nuevos proyectos cuyos rendimientos sustanciales les permitieran maximizar las ganancias y lograr un mínimo costo, y por tanto incrementar el valor de la empresa para los accionistas.

Dichas ideas se resumen principalmente en tres proposiciones muy relacionadas que son:

Proposición I: conocida como *la irrelevancia del endeudamiento en el valor de una empresa*, considerando que este valor depende más bien de sus ganancias potenciales y del riesgo implícito en sus activos, por lo que a los dueños les es

indiferente la combinación de sus fuentes de financiamiento y no existe una estructura de capital óptima.

El valor de Mercado de una firma es independiente de su estructura de capital y viene dado por la capitalización de su rendimiento esperado a la tasa P_k $\langle(P_k=WACC)\rangle$ apropiada para su clase... esto significa, que para cualquier compañía su Costo Promedio Ponderado del Capital es totalmente independiente de su estructura de capital y es igual a la tasa de capitalización de un flujo de capital propio puro de su clase (Modigliani & Miller, 1958, págs. 268-269).

Proposición II: Este comportamiento creciente del rendimiento esperado de las acciones de la empresa en relación al nivel de apalancamiento, contrarresta el posible beneficio obtenido de financiarse con deuda que por lo general tiene un costo inferior al de las acciones, manteniéndose inalterado el costo promedio ponderado total ante modificaciones en la estructura de capital, y por lo tanto el valor de la empresa.

El rendimiento esperado de una acción es igual a la tasa de capitalización apropiada p_k $\langle(P_k=WACC)\rangle$ para un flujo de capital puro en la clase, más una prima relacionada con el riesgo financiero igual al ratio deuda-capital por el diferencial entre p_k y r $\langle(r=K_d)\rangle$ (Modigliani & Miller, 1958, pág. 271).

Proposición III: “El punto de corte para la inversión en la empresa en todos los casos será $P_k <(P_k=WACC)>$ y no se verá afectado por el tipo de instrumento utilizado para financiar la inversión” (Modigliani & Miller, 1958, pág. 288). Es decir, el rendimiento exigido a una inversión debe ser, como mínimo, igual a la tasa de capitalización de empresas sin deuda dentro del mismo tipo de riesgo.

A pesar de la importancia de las ideas antes descritas, los supuestos restrictivos que sustentan las proposiciones explicativas del comportamiento o irrelevancia de la estructura de capital, así como las imperfecciones del mercado en las que operan las empresas, conllevaron a la necesidad de introducir variantes que acercaran un poco más su aplicación a la realidad de las firmas de acuerdo a diferentes contextos que pueden ir desde los factores usualmente analizados como los impuestos, los costos de agencia, las leyes de quiebra, el tamaño de la firma, etc., hasta factores macroeconómicos más específicos al contexto de cada país como el crecimiento económico, la inflación, el tamaño y desarrollo de sus mercados financieros, la liberalización de los mercados, etc.

Esto permitió el establecimiento de teorías que en su argumentación introdujeron las fallas de mercado antes indicadas como un contexto indispensable para explicar la estructura de capital.

2.2.2 Desarrollos teóricos sobre Estructura de Capital en Mercados de Capital Imperfectos.

a. Las correcciones a la Tesis de Modigliani y Miller (1963 y 1977).

Factores determinantes de la estructura de capital según esta teoría: menor costo del financiamiento con deuda gracias a beneficios fiscales.

Los autores corrigieron sus postulados anteriores incorporando los efectos que generan los impuestos en el valor de las empresas. En 1963 establecieron que, teniendo en cuenta las ventajas fiscales que aportan los impuestos mediante el uso de endeudamiento, el valor de las empresas incrementa en la medida que incorporan mayores niveles de deuda en su estructura, por lo que la combinación óptima será aquella que utilice tanta deuda como la empresa tenga capacidad de sostener.

Estas ideas recibieron numerosas críticas como el hecho de que las empresas usan moderados niveles de deuda para omitir los riesgos y los costos de bancarrota, además de no considerar los impuestos personales, etc. Sin embargo, sirvieron de punto de partida para el debate y estudio de los posibles factores de decisión de la estructura de capital como determinante del valor de las empresas, lo que permitió el desarrollo de enfoques teóricos en años posteriores. (Modigliani & Miller, 1963)

b. Teoría estática o del Trade Off.

Factores determinantes de la estructura de capital según esta teoría: costos del financiamiento (deuda y capital propio), beneficios fiscales, costos de quiebra y dificultades financieras.

Esta categoría agrupa una serie de construcciones teóricas que giran en torno a la idea básica que la decisión de cómo financiar las inversiones de la empresa se toma luego que el gerente de la compañía evalúa los costos y beneficios de diversos planes de apalancamiento. Tiene su origen en la proposición de irrelevancia financiera expuesta por M&M que utiliza una función objetivo lineal para representar el beneficio obtenido por el escudo fiscal, como fue mencionado en el apartado anterior. (Murray Z. & Vidhan K., 2008).

El trade-off plantea que existe un límite para utilizar recursos externos por parte de las empresas, el cual depende principalmente de los costos de quiebra y de dificultades financieras que al entrar en el análisis neutralizan los beneficios fiscales esperados del endeudamiento, obligando a los tomadores de decisión a calcular un punto de equilibrio que permita aprovechar al máximo el escudo fiscal (Zambrano V. & Acuña C., 2011).

De esta forma puede asegurarse que contrario a lo que establecían las proposiciones pioneras de M&M, existe una estructura de capital óptima que puede alcanzar una empresa, encontrando el nivel de compensación o *trade off* ideal entre

el beneficio fiscal obtenido del pago de intereses de la deuda y el aumento en los costos de quiebra y financieros derivados del incremento del apalancamiento. Sin embargo, a pesar de haber diversos estudios empíricos aplicando esta teoría, no existe un consenso sobre la verdadera importancia que tienen los impuestos sobre las decisiones de la estructura de capital en las empresas, pues puede que las ventajas de las que se habla provengan no solo de impuestos corporativos derivados de la deuda.

c. Teoría de las Jerarquías de Preferencias o Pecking Order.

Factores determinantes de la estructura de capital según esta teoría: preferencias por determinadas fuentes de financiamiento.

Myers postuló esta teoría determinando que las empresas ordenan sus decisiones de financiamiento de acuerdo a una jerarquía en la que se decantan en primer lugar por hacer uso de las ganancias retenidas del negocio, en segundo lugar, hacer uso de la deuda, y en tercer lugar, y como último recurso, ubican la emisión de nuevas acciones (Myers, 1984).

La lógica de este ordenamiento se basa en la idea que una nueva emisión de acciones puede enviar un mensaje erróneo a los accionistas asumiendo que la empresa piensa que sus acciones están sobrevaluadas, y podría llevarlos a vender sus acciones en lugar de incentivarlos a comprar las nuevas emisiones; por otro lado, aunque con un menor nivel de impacto, la emisión de nueva deuda también implica costos de transacción en sentido de la emisión, comercialización, costos de agencia,

entre otros. En la práctica, se suele usar esta teoría para explicar porque empresas con beneficios estables suelen tener menores niveles de deuda (Delfino, 2005).

d. Teoría de la Información Asimétrica.

Factores determinantes de la estructura de capital según esta teoría: información disponible en la toma de decisiones de los directivos y los accionistas.

Esta teoría establece que existe una evidente diferencia entre la información que manejan los dueños de la empresa o accionistas (principal) y la información que manejan los directivos (agentes), lo que puede dar paso a diversos tipos de problemas.

Por una parte, puede suceder que los directivos posean información privilegiada sobre oportunidades de inversión ventajosas que los accionistas no conocen y en las cuales no confían dada la información que saben que los agentes manejan y que ellos desconocen, por lo que pueden desecharse buenas oportunidades de inversión y financiamiento a fin de mantener los intereses de los dueños, pero cuyo efecto es desaprovechar el aumento potencial del valor de la empresa (inversión subóptima).

Asimismo, podría suceder que existan problemas de intereses en la relación entre el principal y el agente, generando costos de agencia que constituyen los costos extra en los que incurre la empresa por las diferencias entre ambas partes y su resolución, afectando así el valor de la firma. De igual forma, podría suceder que se obtiene

financiamiento de deuda para determinado activo, pero que al final se decide invertir en activos de mayor riesgo al acordado, por lo que el rendimiento exigido sobre los recursos otorgados incrementa, ocasionando una disminución en el valor de la empresa.

e. Teoría de los Costos de Agencia.

Factores determinantes de la estructura de capital según esta teoría: intereses particulares de accionistas y administradores.

Esta teoría plantea que el valor de la empresa puede verse afectado por las diferencias en los intereses particulares entre accionistas y administradores, donde ambos buscan maximizar su propia utilidad. Esta situación requiere medidas adicionales que permitan reducir dicho efecto, lo que genera costos de agencia que “según Jensen y Meckling (1976)... son la suma de los costos de supervisión por parte del principal, los costos de fianza y las pérdidas residuales” (Rivera G., 2002, pág. 19).

Un resumen de las teorías antes expuestas se presenta en el Anexo N°1.

2.3 Evidencia empírica en el estudio de la Estructura de Capital en la región.

Los enfoques teóricos antes mencionados recogen algunos de los factores que se consideran determinantes en la selección de la combinación de fuentes de financiamiento que conforman la estructura de capital en las empresas, dentro de los cuales se puntualizan los que se consideran más importantes conforme a algunos estudios empíricos (Delfino, 2005):

a. Rentabilidad

Desde el punto de vista de la teoría del *trade off* existe una relación positiva entre rentabilidad y endeudamiento, considerando que a mayores beneficios gravables, la ventaja fiscal del uso de la deuda se incrementa, incentivando un mayor coeficiente de apalancamiento en las empresas; asimismo, la teoría de la *información asimétrica* comparte la dirección positiva entre ambas variables, pues establece que la mayor rentabilidad permite tener menos restricciones para conseguir préstamos y por lo tanto se incentivará el apalancamiento, además, con mayores niveles de deuda se dispondrá menos de flujos libres de caja que podrían ser causantes de conflicto de intereses.

Por su parte, la teoría del *orden jerárquico* considera una relación negativa, explicando que, a mayores niveles de rentabilidad las empresas tienen una mayor capacidad de generar recursos propios para financiar sus proyectos, y por lo tanto, buscarán en menos medida la generación de deuda.

La mayor parte de estudios realizados a nivel empírico, principalmente en países desarrollados, indican una relación negativa entre rentabilidad y endeudamiento, tanto en empresas que cotizan en bolsa como en las que no, ya sea se desenvuelvan en un mercado de capitales desarrollado o en uno menos desarrollado. Asimismo, un estudio realizado en los países latinoamericanos revela que esta relación negativa se mantiene, y que por lo general es una relación grande.

b. Tamaño

Según la teoría del *trade off* las empresas más grandes tienen menos probabilidades de quiebra, y por lo tanto su valor se deteriora con una menor rapidez, lo que conlleva a una relación positiva entre tamaño y endeudamiento; por su parte, la teoría de las *asimetrías de información* refleja una relación negativa, pues considera que en empresas grandes los directivos pueden verse motivados a encaminar los flujos de fondos hacia el financiamiento de inversiones ineficientes en lugar de repartir dividendos o recomprar acciones mediante deuda; de igual forma, la teoría del *orden jerárquico* comparte la idea de esta relación negativa, considerando a las inversiones seleccionadas no como ineficientes, sino más bien, que prefieren financiarse con la fuente más barata en sentido de los costos de agencia, es decir, con fondos internos.

Aunque para algunos autores la evidencia empírica en relación a este factor es objeto de diversos debates, pues se han obtenido diferentes resultados en distintos contextos, los resultados para América Latina (AL) se suman a aquellos que indican

la existencia de una relación fuertemente positiva entre tamaño y endeudamiento, estableciendo que empresas más grandes tienen menores costos de quiebra y su consecuente incentivo hacia el endeudamiento.

c. Beneficio fiscal

Según el enfoque del *trade off* las empresas se ven mayormente incentivadas a utilizar deuda en lugar capital propio para financiar sus proyectos a razón de un mayor “escudo fiscal” que pueden deducir de su base imponible; las demás teorías no abordan este factor como un determinante de las decisiones de estructura de capital.

La evidencia empírica no es clara respecto a este factor. En el análisis de los países latinoamericanos, la relación no fue significativa en ningún caso, sin embargo, tanto para AL como para otros estudios, los investigadores cuestionan si este es el verdadero comportamiento de la variable, o si más bien se trata de falta de información completa y de mejor calidad.

d. Tangibilidad

Según algunos de los enfoques analizados, la tangibilidad se relaciona positivamente con los niveles de endeudamiento de las firmas. Se sostiene que las empresas que poseen un mayor ratio de activos tangibles pueden utilizarlos para contraer endeudamiento mejor garantizado, disminuyendo así las asimetrías de información y los costos de agencia de la deuda.

Aunque algunos estudios han determinado una relación negativa o inexistente entre la tangibilidad y el nivel de endeudamiento de las empresas, la mayor parte de investigaciones realizadas apuntan a que en países desarrollados las empresas con mayor proporción de activos fijos tienden a presentar una mayor deuda; asimismo, para AL los resultados se ven orientados hacia las mismas conclusiones, siendo los activos fijos el colateral que favorece el endeudamiento de las firmas.

e. Oportunidades de crecimiento

Según la teoría del *trade off* las empresas con mayores oportunidades de crecimiento mediante proyectos de inversión tienen a su vez mayores costos de quiebra, inclinándose en menor medida al endeudamiento; asimismo, la teoría de las *asimetrías de información* considera que las empresas que tienen oportunidades de crecimiento se financiarán con capital propio a fin de evitar el problema de la inversión subóptima mencionada anteriormente; por su parte, la teoría de *orden jerárquico* considera que ante la existencia de estas oportunidades con la simultánea presencia de bajos flujos de fondos, las empresas tenderán a financiarse con endeudamiento.

La evidencia empírica para el grupo de países latinoamericanos refleja que existe una relación positiva entre las variables, pues se observa que a mayores oportunidades de crecimiento que exigirán mayores niveles de inversión, las empresas tienden a cubrir dicha necesidad de recursos con endeudamiento.

f. Riesgo de negocio

Algunos enfoques teóricos, coinciden en que existe una relación negativa entre el riesgo de negocio y el nivel de endeudamiento utilizado por las empresas en su estructura de capital. Las empresas con fondos inestables se ven limitadas en la realización y precisión de sus proyecciones futuras, tanto de sus utilidades, como de las obligaciones que deberán solventar y su capacidad para hacerlo, por lo cual limitarán sus niveles de deuda a fin de evitar situaciones financieras críticas o en el peor de los casos la quiebra.

A nivel empírico, las investigaciones no han obtenido resultados concluyentes con los cuales determinar la relación del endeudamiento con el riesgo de negocio. En algunos casos muestra una relación positiva, en otros es negativa o incluso inexistente.

Es importante señalar, que aunado al análisis de los factores determinantes de la estructura de capital que han abordado usualmente las diferentes aproximaciones teóricas, puede ser de utilidad en el análisis de la selección de las fuentes de financiamiento, los aspectos macroeconómicos que acompañan a las empresas en su operación. Los estudios en este sentido no son muy numerosos hasta el momento, sin embargo, algunos autores latinoamericanos se han introducido en la temática. De esta forma, se identifican dos aspectos que pueden analizarse en relación al contexto económico que acompaña a las empresas y su influencia en la determinación de la estructura de capital:

a. El desarrollo macroeconómico

Este aspecto se analiza mediante variables como el nivel de actividad económica cuyo indicador es el Producto Interno Bruto (PIB) de los países, la tasa de inflación, y su efecto en la tasa de interés real. Los resultados suelen variar entre países, pero en cierta medida puede decirse que, por una parte, ante ciclos de expansión económica las empresas recurren en mayor medida al endeudamiento, lo que podría deberse a un mayor aprovechamiento de las oportunidades de inversión y crecimiento. Asimismo, aunado a la gestión gubernamental y desarrollo institucional, este desempeño macroeconómico se refleja en la calificación de riesgo país que organismos de evaluación de riesgo internacional emiten y que afecta directamente el costo del financiamiento de las empresas.

b. El grado de desarrollo del sistema financiero

Este aspecto se analiza mediante variables como el grado de desarrollo financiero, el tamaño del sistema bancario y el tamaño e importancia del mercado de capitales de los países. Los resultados indican que ante un mayor desarrollo del mercado de capitales, este pasa a ser una buena opción de financiamiento para las firmas, haciendo un menor uso del financiamiento a través de la deuda; por otra parte, ante un mayor desarrollo del sistema bancario las alternativas para las firmas se amplían, lo que conlleva a un incremento en sus niveles de endeudamiento.

Entre otros estudios de la región se encuentra el relacionado con las empresas no financieras que cotizan en la bolsa de Lima, Perú (Gómez, 2014), que obtuvo resultados concluyentes para tres de siete factores que fueron sometidos a prueba: el tamaño, el valor colateral de los activos o tangibilidad y la liquidez, como elementos que inciden en mayor grado sobre la estructura de capital que utilizan dichas empresas.

En relación al tamaño, el estudio reflejó una relación positiva entre esta variable y el financiamiento, además reveló que las empresas peruanas prefieren obtener financiamiento de terceros para realizar inversiones en activos que utilizarán para mejorar sus niveles de ventas, el valor colateral de los activos o tangibilidad mostro ser relevante en la definición de las combinaciones de deuda-patrimonio de las empresas, lo cual da la pauta para señalar que el sentido de la relación dependerá del plazo de financiamiento que se espera obtener, es decir, de corto o largo plazo, esto debido a que en el primer caso no se requiere de garantías o activos de respaldo ya que suele ser de menor riesgo y para el segundo dichas garantías se vuelven fundamentales; por su parte, la liquidez resulto ser un factor importante en tanto que las empresas buscan mayor financiamiento para poder invertir en activos que les permitan elevar sus niveles de liquidez cuando estos son bajos.

Además de estos factores, se encontró una relación interesante pero no concluyente respecto a la protección fiscal distinta de la deuda que se refiere a ventajas a través de la depreciación de activos, lo cual implica menor endeudamiento por parte de las empresas.

CAPÍTULO III: METODOLOGÍA

El presente capítulo está orientado a describir la metodología o procedimiento en el que fue desarrollado el estudio. Dicho procesamiento incluye aspectos como el diseño que siguió la investigación atendiendo a su enfoque y levantamiento de información, el establecimiento de la población y muestra como informantes claves que proporcionaron los insumos básicos para desarrollar el estudio, así como las fuentes de información que alimentaron el análisis, el instrumento de recolección, su aplicación y análisis de los datos.

3.1 Diseño de la investigación.

La investigación comprende el conjunto de procesos sistemáticos y de análisis empírico que intenta abordar el estudio de diversos fenómenos de la realidad. La investigación con enfoque cualitativo tiene entre sus características que la recolección de información se realiza de una forma no estandarizada, sin una medición numérica, y por lo tanto, no se trata de un análisis estadístico, sino más bien, de aplicar preguntas abiertas a los participantes de los cuales se pretende obtener sus perspectivas y puntos de vista desde sus propias realidades en relación al fenómeno en estudio; asimismo, la muestra selecciona unos cuantos sujetos, donde los descubrimientos no tienen el propósito de ser generalizados, sino más bien comprender el fenómeno con el estudio de casos individuales (Hernández S., Fernández C., & Baptista L, 2010).

Considerando las características antes descritas, el estudio de la estructura de capital en las empresas distribuidoras de energía eléctrica en El Salvador tiene un enfoque cualitativo, pues la muestra a analizar fue seleccionada tomando en cuenta su representatividad dentro del mercado de distribución de energía en el país; además, la información se recabó mediante entrevistas con preguntas abiertas, que permitieron comprender las opiniones, vivencias e interpretaciones del fenómeno en cada empresa, analizando los factores determinantes en la toma de decisiones sobre combinaciones de fuentes de financiamiento en sus propias realidades.

3.2 Población y muestra

Las investigaciones cualitativas suelen utilizar muestras no probabilísticas o dirigidas, las cuales no buscan realizar generalizaciones en términos de probabilidad a partir de los hallazgos del estudio, aplicando los resultados únicamente a la muestra seleccionada para comprender el fenómeno en esos casos de estudio. Considerando que la intención de la investigación de campo pretende conocer las experiencias y perspectivas en la toma de decisiones de financiamiento en las empresas, esta investigación ha utilizado una *muestra de expertos* (Hernández S. & et. al., 2010).

Bajo este marco, se estableció como área de interés al sector energético, específicamente las distribuidoras de energía eléctrica que abastecen al territorio nacional, como población objetivo. Las empresas que conforman el sector en mención y los clientes a quienes sirven en el territorio nacional se muestra en el Anexo N°2. Asimismo, en la siguiente tabla se presentan algunos de sus principales datos:

Tabla 1: Distribuidoras de Energía Eléctrica en El Salvador,
datos relevantes de 2017.

	CAESS	DEL SUR	CLESA	EEO	DEUSEM	EDESAL	B&D	ABRUZZO	TOTAL
Número de clientes	599,091	383,849	398,872	306,704	80,028	16,799	1,102	203	1,786,648
Área Servida (Km ²)	4,615	4,287	5,175	6,504	1,584	258	14	-	22,438
Km de Línea	10,866	10,640	11,267	13,097	2,677	283	22	42	48,894
Venta final (GWh)	2,204	1,474	893	574	132	109	29	14	5,429

Fuente: retomado de (SIGET, Boletín Estadístico de Electricidad, 2017, pág. 134)

Tomando en cuenta las limitantes de recursos tanto humanos como materiales, el estudio retomó como *muestra* las cinco principales distribuidoras de energía eléctrica en el mercado, utilizando como criterio de selección el peso relativo que tuvieron en 2017 respecto al número total de clientes que fueron atendidos, consolidando el 99.0%.

Tabla 2: Distribuidoras de Energía Eléctrica en El Salvador,
datos relevantes de 2017 (Peso relativo).

	CAESS	DEL SUR	CLESA	EEO	DEUSEM	EDESAL	B&D	ABRUZZO	TOTAL
Número de clientes	33.5%	21.5%	22.3%	17.2%	4.5%	0.9%	0.1%	0.0%	100.0%
Área Servida (Km ²)	20.6%	19.1%	23.1%	29.0%	7.1%	1.2%	0.1%	0.0%	100.0%
Km de Línea	22.2%	21.8%	23.0%	26.8%	5.5%	0.6%	0.0%	0.1%	100.0%
Venta final (GWh)	40.6%	27.2%	16.4%	10.6%	2.4%	2.0%	0.5%	0.3%	100.0%

Fuente: Elaboración propia, con base en (SIGET, Boletín Estadístico de Electricidad, 2017)

Es importante mencionar que cuatro de las cinco empresas seleccionadas forman parte de un mismo corporativo y según la información proporcionada, las principales decisiones

financieras se toman de forma centralizada, por lo que el contacto fue establecido a través de dicho corporativo.

3.3 Fuentes de información.

3.3.1 Entrevista

La investigación tuvo como fuente principal de información, entrevistas dirigidas a directivos del área financiera en las empresas objetivo, considerándola una entrevista semiestructurada con el objetivo de tener una serie de interrogantes como guía, pero que a su vez permitió adicionar preguntas más precisas para obtener más información sobre las variables de estudio (Hernández S. & et. al., 2010).

3.3.2 Participantes

Directivos del área financiera de las principales distribuidoras de energía eléctrica en El Salvador antes mencionados.

3.4 Instrumento.

El instrumento seleccionado para recabar la información bajo el enfoque cualitativo fue el cuestionario, que sirvió de guía para dirigir la entrevista, considerando que se buscó obtener la percepción de expertos en la temática de estudio. La guía de preguntas puede ser consultada en el Anexo N°3.

3.5 Métodos de análisis de datos.

El procesamiento y análisis de la información levantada a través de la entrevista a expertos en el área financiera de las principales empresas distribuidoras de energía eléctrica del país, se realizó mediante cinco pasos generales:

1. Organización de los datos en dos grandes categorías establecidas para analizar la temática de investigación.
2. Registro sintetizado de las respuestas obtenidas mediante la entrevista y su análisis a través de tablas comparativas.
3. Complementación y profundización de la información obtenida en el levantamiento, procurando comprender el contexto y experiencia que llevaron a generar las opiniones vertidas sobre el tema.
4. Relación de la información obtenida con los principales desarrollos teóricos existentes sobre la temática.
5. Dar respuesta a las preguntas de investigación y generación de conclusiones.

CAPÍTULO IV: ANÁLISIS DE RESULTADOS

Este capítulo busca presentar los resultados de la investigación, mediante la aplicación de la metodología establecida que permitió dar respuesta a las preguntas planteadas.

En él se describe el proceso de recolección de datos realizado a través de los informantes clave, el procesamiento de la información obtenida mediante el levantamiento, los principales resultados de las interrogantes establecidas para la entrevista, y los principales hallazgos obtenidos mediante la concretización de la investigación.

4.1 Recolección de datos

La información básica para dar respuesta a las preguntas de investigación planteadas en este estudio fue levantada mediante entrevistas realizadas a directivos del área financiera de las principales distribuidoras de energía eléctrica del, mediante las cuales se pudo obtener opiniones y experiencias con relación a los factores de decisión sobre el establecimiento de la estructura de capital que financia las operaciones de las empresas y su posible relación con su desempeño financiero.

4.2 Captura de datos y organización de la información

Una vez capturados los datos proporcionados por los informantes clave mediante las entrevistas, como primer paso se procedió a realizar una transcripción literal de las

opiniones y experiencias compartidas, a fin de mantener la integridad de la información recolectada previo a su depuración, procesamiento y análisis.

Posteriormente, se realizó la categorización de las preguntas, considerando el aporte que sus respuestas pueden dar para responder las preguntas de investigación. En este sentido, se establecieron dos grandes categorías que pueden definirse como:

- ***Factores para la elección de la estructura de capital:*** todos aquellos elementos condicionantes que aportan al proceso de determinación de la combinación de fuentes de financiamiento con la que decide operar una empresa.
- ***Relación estructura de capital y resultado financiero:*** la correspondencia o conexión existente entre la combinación de fuentes de financiamiento propias y de terceros con los que opera una empresa, respecto a los rendimientos, costos y desempeño financiero que ésta muestra.

Las respuestas obtenidas de cada informante fueron comparadas y analizadas con el fin de obtener opiniones coincidentes y contrarias, comprender el funcionamiento real del sector, y relacionar la experiencia empírica con lo planteado por los principales postulados teóricos relacionados a la estructura de capital de las empresas.

4.3 Presentación de resultados

En este apartado se presentan los resultados obtenidos de la aplicación de la entrevista a expertos en el área financiera de las principales distribuidoras de energía eléctrica en El Salvador. Considerando que la investigación es de carácter cualitativo, el proceso de análisis se realizó mediante la comparación e interpretación de las opiniones vertidas por los informantes clave, formando así algunas ideas sobre la percepción y experiencia sobre el tema en el sector.

Con la información recabada se ha dado respuesta a las preguntas que fundamentan esta investigación y se han obtenido las conclusiones y recomendaciones que se desarrollan en el siguiente capítulo.

Pregunta N°1

¿Qué tan diversificadas son sus fuentes de recursos, o considera más conveniente usar las tradicionales (deuda financiera y capital propio)?

Categoría	Entrevistado 1	Entrevistado 2
Factores para la elección de la estructura de capital	Principalmente Deuda y Capital Propio, y en menor medida emisión de bonos	Principalmente Deuda y Capital Propio, y en menor medida contratación leasing

Respecto a la diversificación de sus fuentes de recursos, se obtuvo una respuesta común de ambos entrevistados en cuanto que el *capital propio* y el *financiamiento a través de deuda con entidades financieras* son las principales fuentes que estos utilizan para fondar sus operaciones y nuevos proyectos; empero, estos coinciden en que no son las únicas fuentes de financiamiento que manejan. Una fuente de recursos adicional a las antes mencionadas es la emisión de bonos que las empresas realizan para contar con recursos líquidos que les permitan cubrir sus necesidades de inversión ya sea de reemplazo o nuevos emprendimientos.

El entrevistado 1 indicó que cuentan con acceso a *líneas de crédito rotativas* como mecanismo de fondeo para cumplir sus obligaciones de corto plazo en caso de presentarse alguna contingencia que afecte sus niveles de liquidez y por tanto su capacidad de pago presente.

En contraste, el entrevistado 2 manifestó que adicionalmente a las fuentes tradicionales de financiamiento, hacen uso del *leasing* como medio de financiamiento, aduciendo que este tipo de contrato les permite obtener ventajas en sus estados financieros pues “*en alguna medida era un financiamiento oculto*”; asimismo, en menor medida, hacen uso de los créditos que le otorgan sus proveedores en el normal funcionamiento de su ciclo de caja. No obstante, es importante mencionar que el mismo entrevistado manifestó que tendrían que ajustar la forma en que presentan sus cifras debido a reformas en las Normas Internacionales de Información Financiera que actualmente están obligando revelar el leasing como una fuente específica de financiamiento.

En ese sentido, se puede observar que las empresas decantan sus elección por las “*fuentes tradicionales*” de financiamiento, deuda financiera y capital propio, sin embargo, han realizado esfuerzos para diversificar dichas fuentes sin restarle importancia a las anteriores, esto siempre bajo la necesidad de obtener liquidez y la motivación de lograr mejores resultados financieros, como es el caso del financiamiento a través de bonos que por lo general presenta un costo más bajo que acceder a un crédito tradicional en la banca, especialmente si se trata de inversiones de capital significativas.

Pregunta N°2

¿Considera que los costos de las diferentes fuentes de financiamiento son un factor fundamental para determinar la estructura de capital seleccionada?

Categoría	Entrevistado 1	Entrevistado 2
Factores para la elección de la estructura de capital.	Si, principalmente cuando el financiamiento proviene de la banca internacional, y que además se ven incrementados con los gastos administrativos y otros cargos.	Si, los costos son un factor en la toma de decisiones sobre el financiamiento a utilizar, pero no son un factor fundamental.

Los informantes coinciden en la idea que los costos de las diferentes fuentes de financiamiento son relevantes al momento de decidir a cuál de ellas se les dará mayor peso en la estructura de capital, sin embargo, difieren en la magnitud de dicha importancia.

Por una parte, el entrevistado 1 considera que las tasas de interés a las que se obtienen los fondos pueden verse afectados tanto por los gastos administrativos, como por las cargos o penalizaciones adicionales que deben cubrirse por tener esa disponibilidad, aunque dichos fondos no sean solicitados en el momento pactado (costo de oportunidad).

El entrevistado 2 coincidió en la importancia de los costos del financiamiento en la toma de decisiones, sin embargo, manifestó que considerado que en este sector las empresas tienen solidez y reputación, pueden optar por solicitar préstamos con tasas

competitivas que fluctúan dentro de un rango establecido. Asimismo, indicó que el hecho de evaluar si el costo del financiamiento mediante deuda crece significativamente, es conveniente capitalizar, teniendo presente que lo importante es tener claridad en *“hacia dónde van los flujos que la empresa está generando”*.

Considerando lo antes descrito, se puede decir que la experiencia refleja que en concordancia a lo indicado por la teoría, la evaluación de los costos de los recursos son un factor de decisión en la selección de las fuentes de financiamiento.

Sin embargo, es importante tener presente que la relevancia que se dé a este factor dependerá, por una parte, de la visión que tenga la empresa en cuanto al nivel de deuda apropiado, observando que aquellas en donde se trabaja con un mayor nivel endeudamiento, el costo de la deuda se vuelve más decisivo que en aquellas con un menor nivel. Por otra parte, la evaluación que se realice de los costos de las fuentes de financiamiento dependerá del punto en el que se encuentre la empresa dentro de su ciclo de vida, pues aquellas que van iniciando operaciones, probablemente no tendrán mayores opciones que financiarse con capital propio u aceptar ofertas de financiamiento con altas tasas de interés ofrecidas por acreedores con baja aversión al riesgo.

Pregunta N°3

En su experiencia ¿han identificado alguna relación en el comportamiento en el tiempo entre el costo de la deuda y el costo del capital propio?

Categoría	Entrevistado 1	Entrevistado 2
Factores para la elección de la estructura de capital	No, existe un accionista mayoritario que controla aproximadamente el 80% de las acciones.	No, no existe esa posibilidad, pues en la empresa los tenedores de acciones no tienen esa capacidad, ya que el mercado es incipiente.

Respecto a la relación que pudiera existir entre los costos de la deuda y del patrimonio, los entrevistados manifestaron no haber observado un comportamiento dependiente en el costo de ambas fuentes, sin embargo, sus fundamentos son distintos y dejan entre ver como la visión empresarial juega un papel importante en este punto.

El entrevistado 1 manifestó que no se identifica una relación en el tiempo que implique que a mayores niveles de endeudamiento a través de acreedores a un costo establecido se observen cambios en el rendimiento exigido por los accionistas como respuesta al mayor riesgo al que se estarían enfrentando, debido a que la empresa cuenta con una estricta política de endeudamiento en la cual se establece una proporción máxima de deuda a utilizar, por lo que los rendimientos en alguna medida se mantienen estables en el tiempo. Aunado a lo anterior, la empresa no cuenta con una política de dividendos claramente establecida, considerando que la mayor parte de las acciones está concentrada en un accionista mayoritario que es quien toma las decisiones.

El entrevistado 2 planteó el hecho que los tenedores de acciones no cuentan con esa capacidad de influir en el rendimiento de las acciones debido al mercado bursátil incipiente que caracteriza al país y al desconocimiento por parte de los accionistas minoritarios sobre esta temática, por tanto, *“la exigencia de un reajuste ante mayores niveles de deuda es inexistente”*.

En este sentido, contrario a lo que indicaban algunas teorías sobre el comportamiento creciente en el rendimiento exigido por los accionistas ante mayores niveles de deuda, se observa que no hay una relación explícita entre los costos de las fuentes de financiamiento tradicionales que influya en la elección de la estructura de capital. En primer lugar, la política empresarial de las compañías que conforman el sector ya está definida y no da espacio a ajustes por reacciones de accionistas particulares; además, la ineficiencia del mercado de valores del país no permite que haya una dinámica de análisis, valoraciones y ajustes de las acciones producto del grado de aversión al riesgo que pueda tener el accionista.

Sin embargo, se debe señalar que aunque dicha dinámica entre el rendimiento exigido por los acreedores y el exigido por los accionistas no sea observable, cuando se utiliza el fondeo a través de deuda para mejorar el desempeño financiero de la empresa, automáticamente se está mejorando el rendimiento del accionista, por lo que se podría indicar que implícitamente hay una compensación por el uso de mayores niveles de deuda aunque siempre exista un costo de oportunidad que pareciera no lograría cubrirse al no tener poder de decisión los accionistas minoritarios.

Pregunta N°4

¿Son los beneficios fiscales un incentivo para buscar fuentes de financiamiento con deuda? ¿Estos beneficios fiscales se ven neutralizados por los riesgos y costos que implican un mayor endeudamiento?

Categoría	Entrevistado 1	Entrevistado 2
Factores para la elección de la estructura de capital	No, estos beneficios son evaluados, pero no constituyen un factor decisivo en la elección de fuentes de financiamiento	No, es un análisis que realizan los técnicos para evaluar diferentes escenarios de financiamiento, sin embargo, se recalcó que no es un objetivo en sí mismo para buscar deuda

Ambos entrevistados respondieron que los incentivos fiscales per sé no son una motivación para gestionar el financiamiento de las operaciones de la empresa o el emprendimiento de nuevos proyectos a través de deuda.

El entrevistado 1 argumentó que más que los beneficios fiscales obtenidos por un mayor endeudamiento (escudo fiscal, según la corrección de M&M) lo que se considera son los “*incentivos fiscales en casos concretos*”. Como ejemplo, el sector de la generación de energía eléctrica cuenta con la exención del impuesto sobre la renta durante un período que puede oscilar entre los 5 a 10 en los proyectos de generación solar considerando un límite mínimo de generación, además de la exención de derechos arancelarios sobre la importación de aquella maquinaria y equipo que requieran para poner en marcha el proyecto.

El entrevistado 2 expresó que “*el beneficio fiscal no es un objetivo en sí mismo para buscar deuda*”, explicando que el análisis financiero se realiza a través de la evaluación de múltiples escenarios que construyen los integrantes del equipo técnico que conforma el departamento de finanzas, es decir, se lleva a cabo un “*análisis multivariable*” dentro del cual si bien es cierto están contemplados los beneficios fiscales, no son el único factor ni el más relevante para la toma de decisiones relacionadas a los niveles de endeudamiento de la empresa.

Por tanto, contrario a la premisa de Modigliani y Miller corregida referente a los beneficios fiscales como factor determinante para que las empresas se vieran impulsadas a buscar incrementar sus niveles de endeudamiento, en el sector de las distribuidoras de energía eléctrica del país, no se observa dicho comportamiento; no obstante, esto tampoco implica que no se consideren los efectos que tiene el mayor apalancamiento en los niveles impositivos que las empresas están pagando, sino más bien, se realiza un análisis mucho más integral que permita mejorar la rentabilidad de las mismas. Asimismo, tampoco se indica que en el análisis del beneficio fiscal se incorporen factores como los costos de quiebra y las dificultades financieras, tal como lo indican los planteamientos teóricos del *trade off*.

Pregunta N°5

¿Existe alguna orientación a realizar la selección de estructura de capital a través de jerarquías de preferencias por determinadas fuentes de financiamiento?, es decir, ¿Existe preferencia por financiarse en primer lugar a través de capital propio, en segundo deuda, etc., o algún orden determinado?

Categoría	Entrevistado 1	Entrevistado 2
Factores para la elección de la estructura de capital	Si, pero no se trata de preferencias personales de quienes toman las decisiones, sino más bien, de un orden natural a medida se van desarrollando los proyectos	Si, primero evalúan la disponibilidad de flujos y si la política de dividendos les permite retener, para luego determinar si necesitan deuda financiera.

Los informantes coinciden en sus ideas respecto a la selección de fuentes de financiamiento atendiendo a un orden específico, sin embargo, difieren en las causas de dicho ordenamiento.

El entrevistado 1 mencionó un orden en el que como primera opción se tiene el capital propio y en segundo lugar se recurre a deuda financiera. Sin embargo, considera que dicha jerarquización responde a un “orden natural” en el desarrollo de un proyecto, que está en función del acceso que tienen a las diferentes opciones de recursos en cada momento, pues indica que si se trata de un proyecto nuevo, la primera etapa donde se elabora todo su diseño, se fondea con capital propio, considerando que no se tiene una propuesta sólida apta para ser sometida a evaluación de la banca con el propósito de obtener financiamiento; en las siguientes etapas en las cuales se cuenta con un prototipo

más concreto, la empresa puede optar por solicitar deuda que permita poner en marcha el proyecto, teniendo de parámetro la política de deuda máxima de la empresa.

El entrevistado 2 indicó un orden en el que como primera preferencia esta hacer uso de capital propio generado con los flujos del ejercicio anterior y en segundo lugar el endeudamiento. Mencionó que evalúan si las necesidades de financiamiento pueden ser cubiertas con sus propios recursos, atendiendo a la postura conservadora de la empresa; si no es suficiente recurren a la contratación de deuda financiera, garantizando no afectar su estabilidad y su reputación en el futuro, pues se determina un nivel de deuda óptimo y se procura mantener una estructura de capital estable.

De esta forma, se observa que en el sector se cumplen las premisas planteadas por la teoría de *Jerarquías de Preferencias o Pecking Order*, pues ambas fuentes indicaron como primera opción de financiamiento el capital propio, y en segundo lugar el uso de la deuda. La tercera opción planteada por la teoría, la emisión de nuevas acciones no fue considerada como una opción importante para obtener recursos, lo que puede ser explicado por el incipiente desarrollo del mercado de valores en el país, aunado al hecho que ambos informantes indicaron que las tomas de decisiones se concentran en accionistas mayoritarios que mantienen el poder de la empresa.

Pregunta N°6

¿Las decisiones sobre el financiamiento de la empresa se realizan de forma gerencial o existe participación de la Junta Directiva de la empresa?

Categoría	Entrevistado 1	Entrevistado 2
Factores para la elección de la estructura de capital.	Las decisiones de inversión, operativas y financiamiento de gran envergadura, son tomadas por la casa matriz.	La Junta Directiva es la que toma las decisiones con base a los escenarios analizados y propuestos por los técnicos.

Los resultados indicaron que en los casos analizados la toma de decisiones en materia de proyectos y su financiamiento, la realizan los accionistas mayoritarios basados en distintos escenarios presentados por las áreas técnicas correspondientes y procurando cumplir con lo establecido en la política empresarial en materia financiera.

El entrevistado 1 mencionó que hay un accionista mayoritario que es quien tiene la última palabra en cuanto a las estrategias de nuevas inversiones o proyectos, los cuales una vez definidos se trasladan al área de análisis de finanzas para que evalúen, entre otros aspectos, las opciones de financiamiento que se implementaran procurando mantener los niveles de apalancamiento definidos.

El entrevistado 2 indicó que la Junta Directiva es la que toma las decisiones de cómo financiar la operación normal del negocio y los nuevos emprendimientos con base a los escenarios analizados y propuestos por los técnicos, los cuales realizan una exhaustiva construcción de indicadores que permitan tener a los tomadores de decisiones todos los

elementos necesarios para seleccionar la opción que garantice un incremento en el valor de la compañía. Aunado a esto, indicó que dentro de este análisis se toman en cuenta todas las posibles restricciones que puede tener el sistema bancario para otorgar los niveles de financiamiento requeridos por las empresas, restricciones que expresaban pueden depender del mismo sector, de los flujos de caja que generan entre otros.

En ese sentido, se intuye que las empresas que conforman el sector tienen una estructura jerárquica que permite la comunicación efectiva entre las áreas involucradas para que los tomadores de decisiones puedan definir las fuentes de financiamiento que utilizarán respaldados en los análisis técnicos suficientes. En este proceso, si bien es cierto la alta gerencia juega un papel fundamental, la última palabra la tiene la junta directiva.

Pregunta N°7

¿Las decisiones de estructura de capital se ven afectadas por el macroentorno del país, las oportunidades de crecimiento o el riesgo del negocio?

Categoría	Entrevistado 1	Entrevistado 2
Factores para la elección de la estructura de capital	Si, el riesgo país afecta el costo de la deuda de largo plazo.	Si, el riesgo país que influye en el costo del financiamiento, el riesgo de negocio por perdidas que están fuera de su control, y las variaciones en la tarifa.

La investigación permitió obtener una respuesta claramente coincidente en cuanto a que las condiciones económicas del país influyen significativamente en las operaciones de las distribuidoras de energía eléctrica y en sus elecciones sobre financiamiento.

Ambos entrevistados indicaron que la fortaleza macroeconómica, la política económica y la coyuntura y estabilidad política, son algunos de los factores que influyen en la calificación de riesgo que es otorgada a un país por organismos internacionales de evaluación como Fitch Ratings y Moody's. El informante expresó que, considerando que el costo promedio ponderado del capital está determinado por las proporciones de financiamiento entre deuda y capital propio, y sus respectivas tasas, cuando la calificación riesgo del país se ve deteriorada, incrementa el costo de la deuda tanto de corto como de largo plazo. En este sentido, además de deteriorar sus resultados financieros presentes, afecta las proyecciones de flujos en las que basaran sus operaciones y decisiones de financiamiento entre deuda y capital propio.

Asimismo, el entrevistado 2 manifestó que ante shocks externos que incrementen los costos de producción en contraste con tarifas de energía servida (precios) previamente establecidos que generan un descalce en sus flujos, aunado a la existencia del riesgo inherente del negocio que implica asumir costos adicionales por *perdidas inevitables* de energía servida por calentamiento en las redes y robos incontrolables, las distribuidoras de energía eléctrica se ven en la necesidad de contratar líneas rotativas de deuda en el sistema bancario para afrontar dichas contingencias, lo que representa un costo adicional que afecta directamente sus resultados financieros.

Por tanto, se podría considerar que el deterioro de las condiciones macroeconómicas y el riesgo de negocio, pueden generar presiones adicionales a las empresas del sector con el encarecimiento de la deuda o la necesidad de buscar recursos adicionales para hacer frente a contingencias, lo que merma su desempeño financiero por el aumento del costo promedio ponderado del capital, o podría decantar la estructura de capital hacia el uso de capital propio.

Pregunta N°8

¿Qué otras variables influyen en la elección de combinación de fuentes de financiamiento?

Categoría	Entrevistado 1	Entrevistado 2
Factores para la elección de la estructura de capital	Trabas en la normativa al establecer la tarifa	Gestión del negocio y motivaciones personales.

Aunado a los factores abordados con las interrogantes anteriores, poniendo énfasis en algunas teorías de la estructura de capital de las empresas, los informantes indicaron algunos factores adicionales que afectan sus decisiones de financiamiento en mayor o menor medida.

Ambos entrevistados manifestaron que se encuentra el riesgo de que sus ingresos reales o flujos, estén sujetos a un precio o *tarifa que no controlan*, pues de esta dependerá la predictibilidad que puedan tener de sus ingresos, y por lo tanto sus necesidades futuras de financiamiento, que deberán ser cubiertas combinando deuda y capital propio dependiendo de las condiciones del mercado.

Por su parte, el entrevistado 2 indicó que las proporciones de financiamiento por el lado del capital propio pueden verse modificadas por la misma *gestión del negocio de los accionistas*, mediante posibles alianzas que puedan coordinar para ganar mayor poder en la toma de decisiones, o simplemente *motivaciones personales* que los lleven a

disminuir parte de sus aportaciones para llevarlas a otras opciones de inversión, con lo cual la estructura de capital se vería modificada.

Asimismo, considera que las decisiones sobre los niveles de endeudamiento que tiene la empresa dependen tanto de los *deudores* (empresas) como de los *acreedores*. Por su parte, el nivel de deuda en las empresas estará determinado por el nivel estimado que la empresa está en capacidad de soportar para no entrar en un riesgo insostenible que pueda afectar tanto su desempeño financiero como su reputación. De igual forma, los acreedores influirán en la estructura de capital de la empresa, estableciendo el nivel de deuda máximo que están dispuestos a colocar en su operación considerando que ellos establecen restricciones de un mínimo de capital propio exigido, atendiendo a la confianza, solidez, rentabilidad y capacidad de pago que han estimado para la misma, evitando tener todo el riesgo de la inversión. Estas restricciones son consideradas por las empresas tanto en sus decisiones de corto plazo, como en las proyecciones de financiamiento que realicen para los próximos años.

Se recalcó como factor fundamental la *reputación* que tenga la empresa en el mercado para tener acceso al financiamiento mediante deuda, las tasas que serán ofrecidas, y los montos a otorgar. Asimismo, se identificó como factor decisivo la *postura de la empresa conservadora o agresiva*, a tener mayor o menor medida de aversión al riesgo ante los niveles de endeudamiento.

Pregunta N°9

¿Qué influencia genera la estructura de capital seleccionada sobre el desempeño financiero de la empresa? ¿Cuál ha sido la experiencia a lo largo de los años?

Categoría	Entrevistado 1	Entrevistado 2
Relación estructura de capital y resultado financiero	Cuando el ratio Deuda/Patrimonio supera el 70%, sus resultados financieros tienden a mermarse	Un mayor endeudamiento se traducirá en mayor rentabilidad de la empresa, mejora el rendimiento del patrimonio, mejora la utilidad y el valor de la empresa por el beneficio fiscal. Sin embargo, monitorean tener un nivel apropiado.

Al interpretar las opiniones de los entrevistados, se deduce que ambos contactos coinciden en que existe una relación entre la estructura de capital con la que deciden financiar sus diversos proyectos y el desempeño financiero que obtienen de sus operaciones.

Este nivel dependerá de la visión de la empresa respecto al endeudamiento y el grado de aversión al riesgo que presenten. Por una parte, el entrevistado 1 reflejó una mayor inclinación a financiar sus operaciones y proyectos con altos niveles de endeudamiento, identificando en este caso el punto máximo a partir del cual observan el deterioro en sus resultados financieros, por lo que como política de la empresa se ha establecido manejar ese límite superior de deuda, que se monitorea incluso en sus procesos e informes de auditoría.

En contraste, el entrevistado 2 manifestó que la empresa mantiene una postura conservadora en la cual el endeudamiento se vuelve un instrumento para hacer frente a contingencias, procurando minimizar el riesgo de mantener al límite esta opción de financiamiento y no contar con el acceso a los recursos necesarios ante un imprevisto, por lo que, si bien es cierto, están conscientes que la deuda puede generar mejoras en los resultados financieros, es importante mantenerla en un nivel prudente; asimismo, plantean la necesidad de mantener en mente *“hacia dónde van los flujos que la empresa está generando”*.

En este sentido, ambos entrevistados expresaron que luego de realizar un proceso de monitoreo de los ratios financieros, se ha identificado que si bien es cierto el endeudamiento permite mejorar los resultados de la empresa, reduciendo el costo promedio ponderado del capital, aumentando el rendimiento de la empresa y mejorando la valoración que se hace de la misma; es indispensable tener un estricto control del nivel de deuda que están dispuestos a manejar y que la operación del negocio puede soportar.

Esto refleja que, en la realidad de las empresas del sector, se ha observado la existencia de una relación entre la estructura de capital seleccionada y los resultados financieros obtenidos en el ejercicio, sin embargo, a pesar de estar conscientes de esta relación, las decisiones de elección de estructura de capital no coinciden según las opiniones compartidas, pues la perspectiva de cómo debe manejarse la operación de la empresa, su financiamiento y los riesgos a asumir, varían significativamente.

Pregunta N°10

¿Considera que la estructura de capital seleccionada afecta de alguna forma el valor de la empresa en el mercado?

Categoría	Entrevistado 1	Entrevistado 2
Relación estructura de capital y resultado financiero	No fue posible obtener la respuesta a esta interrogante, pues el informante mencionó que el análisis del valor de la empresa y su evolución se realiza en otra unidad de la empresa ubicada en el extranjero, atendiendo a modelos financieros establecidos.	Si, ante mayor deuda el valor de la empresa incrementa, pues el WACC con el que se valoran sus flujos y su valor residual es menor.

La información obtenida en esta interrogante no fue concluyente. El entrevistado 1 indicó no poseer información que relacione la estructura de capital con el valor de la empresa, pues este análisis se realiza en otra unidad ubicada fuera del país. Por su parte, el entrevistado 2 manifestó que el análisis y estimación del valor de la empresa se realizan más como un requerimiento establecido que como un monitoreo sistemático del mismo.

El informante 2 comentó que, considerando la baja actividad en bolsa de valores, la existencia de un fuerte accionista mayoritario, y que la empresa no se encuentra en un movimiento de compra y venta, el proceso de cálculo del valor de la empresa no se realiza con una motivación de mantener en constante monitoreo dicho valor, sino más bien, como un requisito solicitado a la empresa para realizar el correcto registro contable

del deterioro de la misma. Sin embargo, se comentó que, a pesar de no realizar procesos complejos de relación entre el valor de la empresa y la estructura de capital, si han podido identificar que al incrementar el nivel de deuda con el cual financian sus operaciones, mejoran sus resultados financieros y reducen el costo promedio ponderado del capital, y por lo tanto mejoran sus estimaciones de valor de la empresa.

Pregunta N°11

¿Considera que a medida incrementa su demanda, sus combinaciones de fuentes de financiamiento se ven modificadas? Considerando el actual proceso de diversificación de la matriz energética del país y las oportunidades de inversión que esta supone, ¿se ha visto o se verá modificada la estructura de capital con que trabaja la empresa, o los factores de decisión en torno a esta estructura?

Categoría	Entrevistado 1	Entrevistado 2
Factores para la elección de la estructura de capital	No, pero al incrementar la demanda obtienen mayores flujos de efectivo, por lo que tendrán menor necesidad de contratar líneas rotativas de deuda, y su costo financiero disminuye. No, la participación en el cambio de la matriz energética se realizará conforme al modelo de negocio.	No, la demanda no implica un cambio en la estructura de capital; se ven más influenciado por tema precio que por demanda. No, la estructura de capital no depende del cambio en la matriz energética.

Al contrastar las opiniones de ambos informantes respecto al papel que juega la demanda sobre su elección de fuentes de financiamiento, hay concordancia en que dicho

elemento no es significativo, empero, no se cuestiona la importancia que este tiene para la obtención de mejores ingresos.

El entrevistado 1 argumentó que un mayor auge de la demanda de energía no se traduce en un cambio de sus combinaciones de financiamiento, sino más bien, en la obtención de mayores flujos de efectivo por parte de las distribuidoras, con lo cual se puede mejorar la posición financiera de la empresa en tanto que al obtener más efectivo y por tanto mayor liquidez, la necesidad de tener a disposición financiamiento de corto plazo con entidades bancarias para poder sobrellevar cualquier eventualidad, tenderá a reducirse, obteniendo menores costos financieros.

El entrevistado 2 indicó que *“en este sector se tienen un crecimiento vegetativo de la demanda”* que estrictamente hablando no afecta la estructura de capital que se ha definido para el normal funcionamiento de la empresa, pero se reconoce su importancia en la generación de ingresos; no obstante, es importante mencionar que al evaluar el desempeño financiero de la empresa, se expuso que más que la demanda, toma relevancia el mecanismo de determinación de los precios (la tarifa) que el ente regulador del sector se encarga de establecer trimestralmente, lo cual tiene implicaciones sobre el ciclo de efectivo del negocio.

En relación al cambio de la matriz energética observado, el entrevistado 1 considera que cada empresa del sector tiene definidos sus mecanismos de financiamiento, dicha coyuntura *“no se considera que sea un factor que afecte sustancialmente la estructura*

de capital”, lo cual indica el compromiso de seguir la visión de negocio con la que actualmente trabajan; no obstante, se expresa la importancia que tiene para el país la generación de energía con base a fuentes renovables; además, se mencionó que se contempla la oportunidad en cuanto a que las distribuidoras de energía “*gestionen la instalación e incorporación a la red de distribución de los hogares que se espera se sumen a la generación a través de paneles solares*”, pero esta situación aún es incipiente en el país por lo que es demasiado pronto tener una medición en firme.

En ese sentido, se niega la idea que la demanda pudiera influir en la elección de las combinaciones de financiamiento de las empresas que conforman el sector de las distribuidoras de energía eléctrica; sin embargo, al considerar que la demanda muestra una “tasa de crecimiento natural”, se verifica su importancia en cuanto a la generación de mayores flujos de efectivo y por tanto el efecto que podría tener sobre el desempeño de la empresa.

Por otra parte, también se descarta que el auge de proyectos de generación de energías renovables se pudiera volver un factor que afecte las combinaciones de fuentes de financiamiento con las que actualmente trabajan las distribuidoras de energía, esto se infiere que responde al cumplimiento de sus respectivos modelos de negocio que ya tienen definida una relación capital propio – endeudamiento financiero que procuran cumplir independientemente de los proyectos que se trate.

Pregunta N°12

¿Qué se garantiza primero: identificar oportunidades de inversión en nuevos proyectos, o contar con los recursos que permitan invertir?

Categoría	Entrevistado 1	Entrevistado 2
Factores para la elección de la estructura de capital	Primero evalúan proyectos, cubriendo esta etapa con capital propio	Como empresa, ellos identifican primero los proyectos de inversión que se consideren convenientes, pues se tiene garantizado el financiamiento si así se desea

Los entrevistados expresaron ideas convergentes en cuanto que la búsqueda y evaluación de nuevos proyectos de inversión se lleva a cabo antes de poner en consideración los recursos financieros con los que se pretende fondear la operatividad de dichas inversiones.

El entrevistado 1 manifestó que cuentan con una política empresarial claramente definida respecto al nivel máximo de deuda con el que se puede financiar cada nuevo proyecto, no obstante, se argumentó que esto además está en función de las etapas por las cuales pasa el proyecto previo a su implementación.

“La fase preliminar se financia con capital propio” y es en la que se realizan los estudios e investigaciones y evaluación de alternativas por parte del equipo técnico, esto debido a que en este punto aún no se ha determinado la rentabilidad del proyecto (mínimo un 75% de probabilidad de éxito) que sustentase una propuesta concreta con la

cual solicitar financiamiento en el sistema financiero y en caso que no se cumplieren los parámetros establecidos, *“todo lo que se gastó en la fase preliminar es considerado como perdida en los registros contables de la empresa (costo hundido)”*. Si el proyecto es rentable, se traslada a la fase de desarrollo y construcción, incorporándolo a la matriz de costos de la empresa, y se gestiona el financiamiento con deuda necesario para su total implementación.

El entrevistado 2 indicó que el financiamiento por parte de acreedores no se considera un problema en tanto que se caracterizan por ser empresas con solidez financiera, importante tamaño y excelente reputación, aspectos que garantizan tener acceso al financiamiento necesario para la culminación de los proyectos por parte del sistema financiero, por tal razón, se realiza en primera instancia un proceso de búsqueda e identificación de las posibles inversiones y luego se determina la forma de financiamiento más adecuada. Adicionalmente se mencionó que el sector al que pertenecen las empresas es un factor que influye en este tipo de decisiones.

Considerando lo anterior, se observa un proceso definido en el sector que consiste en buscar y evaluar las alternativas de inversión para posteriormente inyectar los recursos necesarios para su puesta en marcha siempre teniendo presente los lineamientos definidos en la política de financiamiento de la empresa; empero, es de tener presente la salvedad que el financiamiento para las fases más tempranas de los proyectos surgirá siempre de los recursos propios con los que cuentan las empresas.

Pregunta N°13

¿Existen restricciones legales y normativas en el país que influyan sobre sus decisiones de estructura de capital?

Categoría	Entrevistado 1	Entrevistado 2
Factores para la elección de la estructura de capital	No se mencionaron restricciones relacionadas directamente a la estructura de capital de la empresa.	No se mencionaron restricciones relacionadas directamente a la estructura de capital de la empresa.

Los informantes coinciden en el hecho que la normativa actual del país no presenta ninguna restricción en cuanto a la selección de la combinación de fuentes de financiamiento, no obstante, se mencionaron otro tipo de restricciones que de forma indirecta podrían estar relacionadas con necesidades de financiamiento por parte de las empresas y pueden servir de guía para futuras investigaciones.

Entre estos está la normativa medioambiental y restricciones técnicas del sector energético, ejemplo de esto son los límites establecidos para la generación por tipo de energía que afectan al distribuidor en cuanto que, la generación por energías renovables podría permitirles comprar a menor costo que con otros tipos, no obstante al estar limitada dicha generación, estos deben enfrentarse a los costos crecientes que pueden suscitarse por el incremento de costo de energía térmica resultante del aumento de los precios del petróleo; aunado a esto mencionaron otros costos relacionados como los permisos y derechos de paso.

4.4 Principales Hallazgos

La investigación de campo mediante la entrevista a expertos de las principales distribuidoras de energía eléctrica en el país permitió obtener la información necesaria para dar respuesta a las preguntas de investigación planteadas mediante los siguientes principales hallazgos:

- Las principales fuentes de financiamiento utilizadas para fondar las operaciones y proyectos de las empresas son el capital propio y la deuda financiera.
- El costo de las diferentes fuentes de financiamiento es un factor relevante en las decisiones de estructura de capital de las empresas, pero no es el más fundamental.
- No existe un comportamiento observado que relacione el rendimiento exigido de los accionistas con los niveles y costo de la deuda que las empresas adquieren.
- Los incentivos fiscales no representan una motivación en sí mismos para la búsqueda de financiamiento con mayores niveles de deuda en las empresas.
- Existen preferencias jerárquicas en la selección de estructura de capital de las empresas, según el ordenamiento sugerido por la teoría; sin embargo, las razones a las que responde esta preferencia son diferentes en cada una de ellas.

- Los costos de las diferentes fuentes de financiamiento se ven afectados por las condiciones macroeconómicas y la gestión gubernamental en las que se desenvuelven, mediante la calificación de riesgo país y el establecimiento de la tarifa de la energía servida.
- Existe una relación entre la estructura de capital seleccionada por las empresas y sus resultados financieros. Se ha identificado que los resultados financieros tienden a mejorar ante una mayor incorporación de deuda, sin embargo, aceptan la existencia de un límite para el endeudamiento conforme a su visión de negocio y aversión al riesgo.

En ese sentido, la investigación por medio de la revisión documental y las entrevistas realizadas ha cumplido con objetivos planteados; por una parte, se ha constatado que las principales empresas que conforman al subsector distribuidor de energía eléctrica en El Salvador, *establecen su estructura de capital tomando en consideración los costos de dichas fuentes* como un factor necesario e indispensable para su definición pero no suficiente, aunado a éste se incorporan *los beneficios fiscales* que es importante indicar que no se evalúan como un fin en sí mismos, y *las preferencias por tipo de fondeo* que pueda mostrar en el momento del análisis los tomadores de decisiones, esto último considerando que la estructura corporativa de las empresas analizadas concentra la toma de decisiones en accionistas mayoritarios que tienen la potestad para decidir qué rumbo tomará el negocio.

Además, se pueden indicar factores indirectos para la definición de la combinación de fuentes de financiamiento con la que estén dispuestas a trabajar las distribuidoras en mención, estos son: las condiciones macroeconómicas que se reflejan en *el riesgo país* que deben asumir, *la aversión al riesgo* por parte de los decisores y *la visión de negocio* de los corporativos a los que pertenecen. Por otra parte, se resalta que la demanda de energía eléctrica y los procesos de diversificación de la matriz energética no se consideran factores relevantes para la definición de sus combinaciones de deuda-capital propios.

Se verificó que, según las experiencias de los informantes claves en el funcionamiento del sector, la combinación de fuentes de financiamiento que definen las empresas afecta los rendimientos obtenidos y costos incurridos, con los cuales se evalúan sus resultados financieros, aceptándose la premisa que un mayor nivel de financiamiento por parte de terceros, podría implicar mejor desempeño financiero, sin embargo, los analistas de las áreas correspondientes de las distribuidoras en referencia son conscientes que esto también implica que una parte del incremento en las ganancias estará indiscutiblemente destinado al pago del financiamiento.

Por tanto, la realización de la investigación permitió comprobar los elementos retomados como hipótesis nula, pues mediante las opiniones y experiencias recogidas de los expertos en el tema, se identificó que los costos de las fuentes de financiamiento, las preferencias particulares por determinadas fuentes y en cierta medida los beneficios fiscales, influyen en las decisiones sobre la estructura de capital seleccionada para el

funcionamiento de las empresas distribuidoras de energía eléctrica en El Salvador. Asimismo, se comprobó que la estructura de capital seleccionada, y el costo promedio de capital ponderado que esta implica, tienen efectos sobre los resultados financieros que las empresas obtienen de sus operaciones.

CAPÍTULO V: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

5.1 Conclusiones

- Los resultados empíricos indican que los costos de las distintas fuentes de financiamiento son un factor importante en la decisión de que combinación de recursos utilizar en la operación de las empresas. Sin embargo, la relevancia otorgada a este factor dependerá, de la visión que tenga la empresa en cuanto al nivel de deuda apropiado, y de la fase del ciclo de vida en el que se encuentre.
- La experiencia de las empresas distribuidoras de energía eléctrica que se desenvuelven en la realidad económica del país no ha revelado una relación dependiente a través del tiempo entre los costos de las fuentes de financiamiento, considerando la ineficiencia del mercado de valores y la existencia de accionistas mayoritarios que concentran la mayor parte de acciones y por tanto, el poder en la toma de decisiones en las empresas.

- Se identifica que los beneficios fiscales, no representan por si mismos un factor determinante para la elección de las fuentes de financiamiento decantada hacia la deuda financiera, lo que difiere con los postulados teóricos planteados al respecto; sin embargo, se acepta que un mayor nivel de apalancamiento financiero se traducirá en mejoras impositivas para la empresa, lo que pasa a formar parte de un análisis multivariable en la toma de decisiones. Asimismo, se identificó que los posibles costos de quiebra y dificultades financieras no son considerados como diluyentes del beneficio fiscal, lo que podría asociarse a la solidez que las empresas mantienen en el sector.

- La información proporcionada por los informantes clave permite identificar la existencia de un orden establecido en las preferencias por determinadas fuentes de financiamiento, posicionando en primer lugar, la selección de capital propio para la inyección de recursos, y en segundo lugar, la contratación de deuda financiera. Sin embargo, es de recalcar que las motivaciones hacia estas preferencias difieren según la visión de negocio en cada empresa.

- La experiencia de las empresas analizadas indica que los factores de decisión en la selección de estructura de capital incluyen aspectos como la estabilidad política y la gestión gubernamental, la estabilidad económica, la calificación de riesgo del país, el riesgo de negocio, la capacidad de pago de cada empresa y su reputación, y la disposición a otorgar crédito por parte de los acreedores.

- En la realidad de las empresas del sector, se ha observado la existencia de una relación entre la estructura de capital seleccionada y los resultados financieros obtenidos en el ejercicio, donde a mayores niveles de deuda, los resultados financieros tienden a mejorar. Sin embargo, esa relación y hallazgo no implica que las empresas tendrán una estructura de capital similar que responda al aprovechamiento de los mejores resultados financieros que promete la deuda, sino más bien, al apetito al riesgo y la visión de negocio con la que se maneje cada empresa.

5.2 Recomendaciones

- Las empresas deben realizar un análisis detallado sobre la elección de sus fuentes de recursos y el costo promedio de capital que esta elección implica, a fin de procurar optimizar sus resultados financieros reflejados tanto en sus principales ratios e indicadores como en el valor de la empresa.
- Las empresas deben realizar una evaluación estructurada sobre la influencia que generan los beneficios fiscales en el costo de capital que deben afrontar, a fin de tener la capacidad de estimar el posible impacto que un cambio en la política fiscal del país podría generar sobre sus resultados financieros.
- Las empresas deben mantener como punto fundamental en la toma de decisiones de financiamiento el análisis de hacia dónde van los flujos que el negocio está

generando, considerando que mayores niveles de deuda implican que los rendimientos generados serán destinados al pago de obligaciones a terceros, lo cual va en detrimento del objetivo principal que es maximizar la riqueza de los accionistas.

- La elección del ratio de apalancamiento financiero que las empresas deciden utilizar para financiar sus operaciones debe ubicarse por debajo de su capacidad de pago máximo, a fin de mantener un margen de maniobra prudente que puedan utilizar en caso de presentarse contingencias, evitando generar presiones significativas sobre su costo de capital y sus resultados financieros.

- Se recomienda la realización de estudios similares en otros sectores de la economía salvadoreña, a fin de identificar que tan coincidentes son las opiniones en relación a la toma de decisiones sobre la selección de estructura de capital de las empresas. Esto podría contribuir a identificar las oportunidades de acceso al financiamiento que tienen las empresas entre sectores, a fin de tomar decisiones óptimas sobre estructura de capital.

BIBLIOGRAFÍA

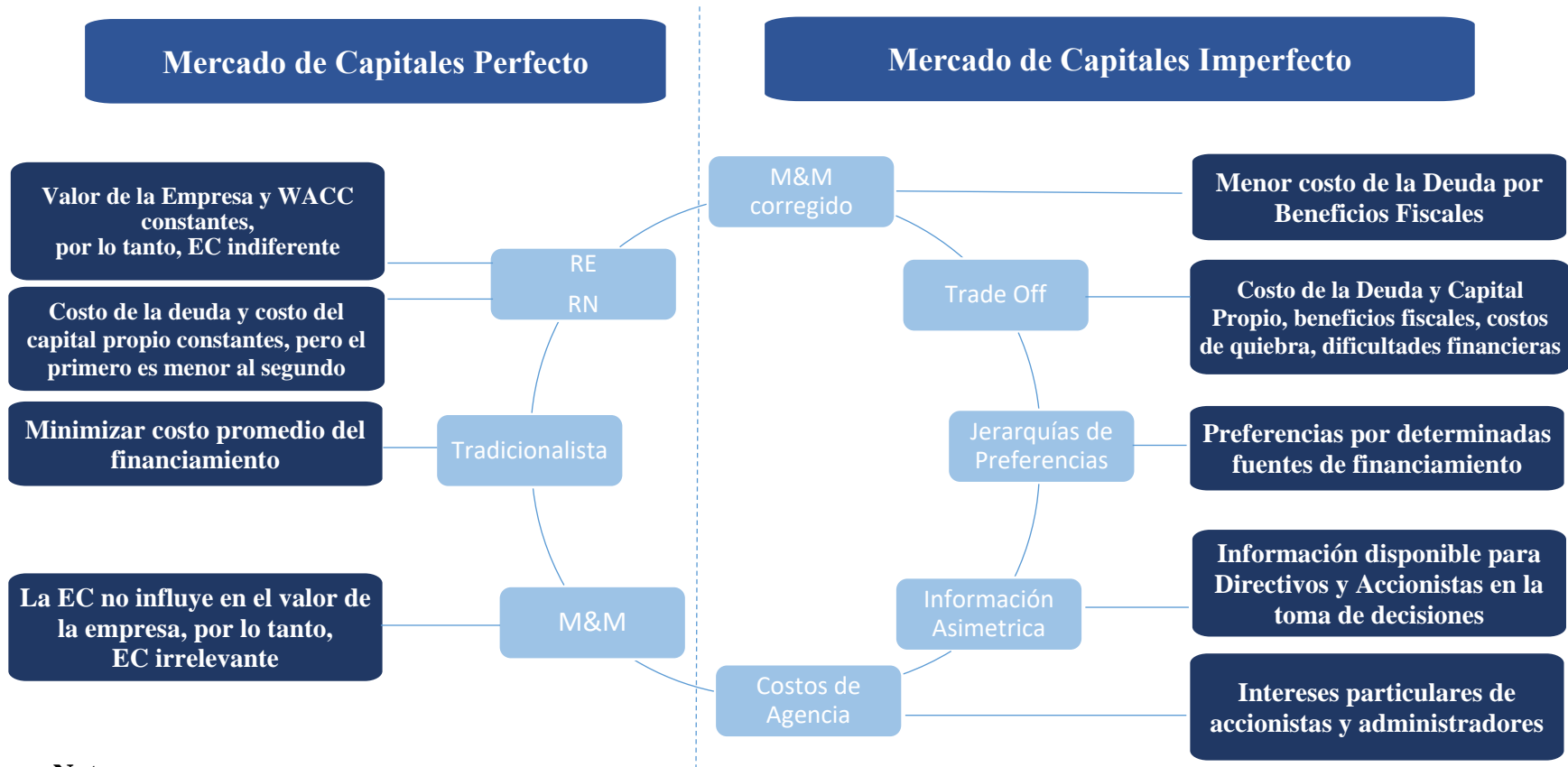
- Allen, F., Myers, S. C., & Brealey, R. A. (2010). *Principios de Finanzas Corporativas* (Novena (9) ed.). México: McGrawHill.
- Berk, J., & Demarzo, P. (2008). *Finanzas Corporativas*. México: Pearson.
- CNE, C. N. (31 de Enero de 2016). *PROESA*. (O. P. Salvador, Ed.) Obtenido de <http://www.proesa.gob.sv/>: <http://www.proesa.gob.sv/inversiones/centro-de-documentacion?limitstart=0>
- Delfino, M. A. (n/d de n/d de 2005). *Determinantes de la Estructura de Capital de las Empresas en América Latina*. Obtenido de Marcelo Delfino: http://www.marcelodelfino.net/files/Determinantes_estructura_capital.pdf
- Franco, G., López, M. L., & Muñoz, G. (2010). Determinantes de la Estructura de Capital de las Grandes Empresas Manufactureras en Uruguay. *Quantum: revista de administración, contabilidad y economía*, 5(1), 4-25. Obtenido de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5234021>
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2012). *Principios de Administración Financiera* (Decimosegunda (12) ed.). México: Pearson.
- Gómez, J. L. (8, 9 y 10 de Octubre de 2014). *Factores Determinantes de la Estructura de Capital: Evidencia del Mercado de Valores Peruano*. (U. Facultad de Contaduría y Administración, Ed.) Obtenido de Congreso Internacional de Contaduría, Administración e Informática: <http://congreso.investiga.fca.unam.mx/docs/xix/docs/12.04.pdf>

- Hernández S., R., Fernández C., C., & Baptista L, M. (2010). *Metodología de la Investigación* (Quinta ed.). (J. M. Chacón, Ed.) México, DF, México: McGrawHill.
- Madura, J. (2009). *Administración Financiera Internacional*. México, D.F.: Cengage Learning Editores, S.A. de C.V.
- Milla, B. M. (Octubre de 2012). *Comprendiendo la Estructura de Capital (Tesis de maestría)*. San Salvador, El Salvador: Universidad de El Salvador.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (June de 1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297. Obtenido de <http://www.jstor.org/stable/1809766?origin=JSTOR-pdf>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (June de 1963). Corporate Income Taxes and the Cost of capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443. Obtenido de <http://www.jstor.org/stable/1809167>
- Murray Z., F., & Vidhan K., G. (2008). Trade-Off and Pecking Order Theories of Debt. En B. E. Eckbo, & B. E. Eckbo (Ed.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance* (First edition ed., Vol. 2, págs. 135-171). Hanover, New Hampshire, USA: Elsevier-North-Holland imprint.
- Myers, S. C. (Julio de 1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 575-592. Obtenido de <http://links.jstor.org/sici?sici=0022-1082%28198407%2939%3A3%3C575%3ATCSP%3E2.0.CO%3B2-%23>
- Quintanilla, A., Renderos, I., & Vásquez, Y. (2010). *Análisis Financiero para Determinar el Nivel Óptimo de Apalancamiento en Empresa dedicada a la Venta y Prestación de Otros Servicios de Telecomunicaciones en el Municipio de San*

- Salvador (Tesis de pregrado)*. San Salvador, El Salvador: Universidad de El Salvador.
- Rivera G., J. A. (30 de Septiembre de 2002). Teoría Sobre la Estructura de Capital. *Journal of Management and Economics for Iberoamerica, Estudios Gerenciales*(84), 31-60. Obtenido de https://www.icesi.edu.co/revistas/index.php/estudios_gerenciales/article/view/93
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jaffe, J. F. (2012). *Finanzas Corporativas* (Novena (9) ed.). México, D.F.: McGrawHill.
- Serrano, L., Ferrufino, V., & Pérez, F. (2012). *Estructura de Capital para el Desarrollo de Nuevos Proyectos para Compañías Salvadoreñas que se Dedican a la Construcción y Arrendamiento de Edificios No Residenciales (Tesis de pregrado)*. San Salvador, El Salvador: Universidad de El Salvador.
- SIGET, Boletín Estadístico de Electricidad. (2017). *Boletín Estadístico de Electricidad*. Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones (SIGET). San Salvador: Gerencia de Electricidad de SIGET. Obtenido de <https://www.siget.gob.sv/temas/electricidad/documentos/estadisticas/>
- Van Horne, J. C., & Wachowicz Jr., J. M. (2010). *Fundamentos de Administración Financiera* (Decimotercera ed.). México: Pearson Educación.
- Zambrano V., S. M., & Acuña C., G. A. (Julio-Diciembre de 2011). Estructura de Capital. Evolución Teórica. *Criterio Libre*, 9(15), 81-102. Obtenido de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3815888>

ANEXOS

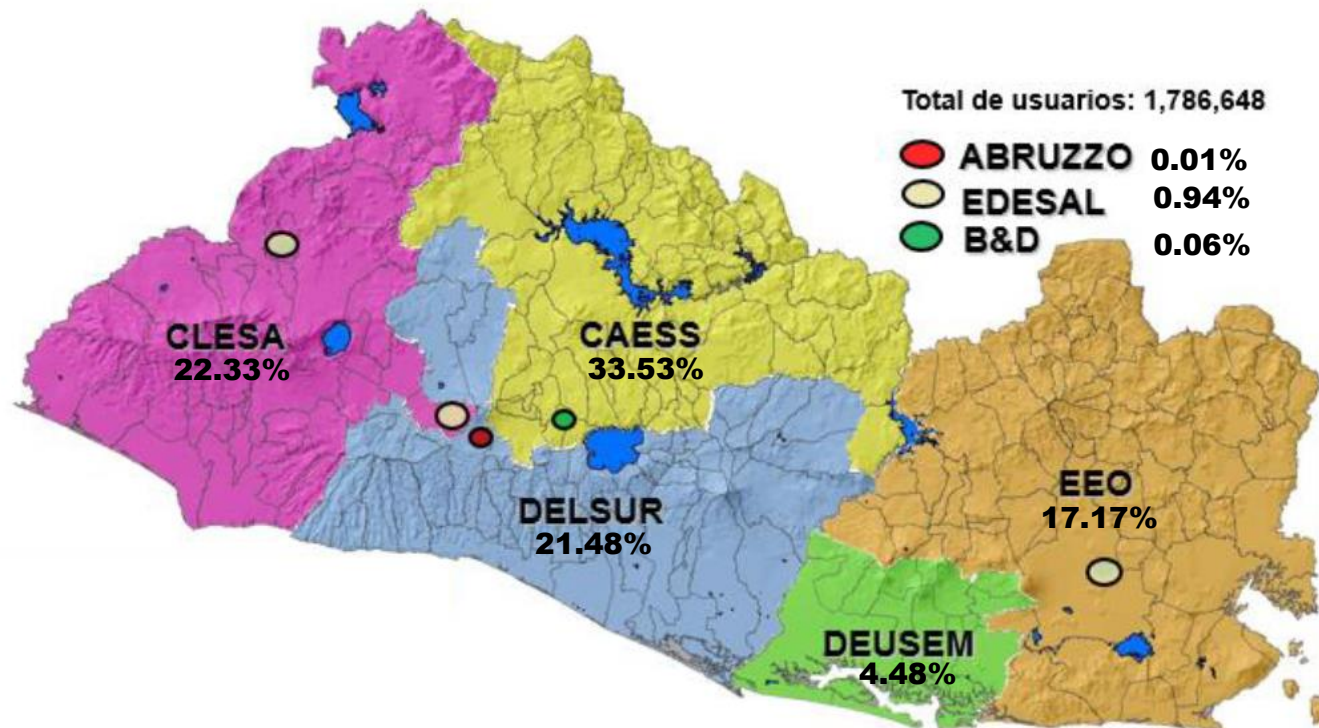
Anexo N°1: Resumen, corrientes teóricas que abordan los factores determinantes de la estructura de capital en las empresas.



Nota:

RE: Resultado de Explotación, RN: Resultado Neto, EC: Estructura de Capital

Anexo N°2: Mapa de áreas de influencia y participación en las ventas de electricidad de las compañías distribuidora de energía eléctrica en El Salvador, 2017.



Fuente: (SIGET, Boletín Estadístico de Electricidad, 2017, pág. 133)

Anexo N°3: Guía de entrevista para el levantamiento de información.



Universidad de El Salvador
Maestría en Administración Financiera
Trabajo de Investigación
Estudio sobre la Estructura de Capital en las empresas
Distribuidoras de Energía Eléctrica en El Salvador

Objetivo: Identificar los factores que determinan las decisiones de estructura de capital de las empresas salvadoreñas y evaluar el efecto que genera sobre su desempeño financiero.

Nombre:

Cargo:

1. ¿Qué tan diversificadas son sus fuentes de recursos, o considera más conveniente usar las tradicionales (deuda financiera y capital propio)?
2. ¿Considera que los costos de las diferentes fuentes de financiamiento son un factor fundamental para determinar la estructura de capital seleccionada?
3. En su experiencia ¿han identificado alguna relación en el comportamiento en el tiempo entre el costo de la deuda y el costo del capital propio?
4. ¿Son los beneficios fiscales un incentivo para buscar fuentes de financiamiento con deuda? ¿Estos beneficios fiscales se ven neutralizados por los riesgos y costos que implican un mayor endeudamiento?
5. ¿Existe alguna orientación a realizar la selección de estructura de capital a través de jerarquías de preferencias por determinadas fuentes de financiamiento?, es decir,

- ¿Existe preferencia por financiarse en primer lugar a través de capital propio, en segundo deuda, etc., o algún orden determinado?
6. ¿Las decisiones sobre el financiamiento de la empresa se realizan de forma gerencial o existe participación de la Junta Directiva de la empresa?
 7. ¿Las decisiones de estructura de capital se ven afectadas por el macroentorno del país, las oportunidades de crecimiento o el riesgo del negocio?
 8. ¿Qué otras variables influyen en la elección de combinación de fuentes de financiamiento?
 9. ¿Qué influencia genera la estructura de capital seleccionada sobre el desempeño financiero de la empresa? ¿Cuál ha sido la experiencia a lo largo de los años?
 10. ¿Considera que la estructura de capital seleccionada afecta de alguna forma el valor de la empresa en el mercado?
 11. ¿Considera que a medida incrementa su demanda, sus combinaciones de fuentes de financiamiento se ven modificadas? Considerando el actual proceso de diversificación de la matriz energética del país y las oportunidades de inversión que esta supone, ¿se ha visto o se verá modificada la estructura de capital con que trabaja la empresa, o los factores de decisión en torno a esta estructura?
 12. ¿Que se garantiza primero: identificar oportunidades de inversión en nuevos proyectos, o contar con los recursos que permitan invertir?
 13. ¿Existen restricciones legales y normativas en el país que influyan sobre sus decisiones de estructura de capital?