

# **Universidad Nacional Pedro Henríquez Ureña (UNPHU)**

## **Facultad de Ciencias Económicas y Sociales**

### **Escuela de Contabilidad y Auditoría**

#### **Aplicación de la Teoría del Teorema Modigliani-Miller en el Análisis Financiero en una Empresa Comercial de Supermercado**



#### **Informe Final Presentado Por:**

Berenice Francisco Castillo	14-1380
Abel Francisco Padilla	14-1462

Para La Obtención del Grado de:  
Licenciado en Contabilidad y Auditoría

**Aplicación de la Teoría del Teorema Modigliani-  
Miller en el Análisis Financiero en una Empresa  
Comercial de Supermercado**

## INDICE

AGRADECIMIENTOS .....	v
DEDICATORIAS.....	viii
INTRODUCCIÓN.....	xi

### **CAPÍTULO 1: ASPECTOS GENERALES DE LAS FINANZAS**

1.1 Historia de las Finanzas .....	2
1.2 El Costo de Capital .....	3
1.2.1 Definición.....	4
1.2.2 Riesgo y Rendimiento.....	4
1.2.3 Componentes del Costo de Capital .....	5
1.2.4 Costo de Capital Promedio Ponderado .....	8
1.2.5 Costo Marginal de Capital .....	9
1.2.6 Combinación del Costo Marginal de Capital con los Programas de Oportunidades de Inversión.....	10
1.3 Estructura de Capital .....	11
1.3.1 Definición de Estructura Óptima de Capital .....	12
1.3.2 Factores que Influyen en las Decisiones de Estructura de Capital ..	12
1.3.3 Riesgos de la Empresa .....	13
1.3.4 Enfoques de la Estructura de Capital .....	13
1.3.5 Costos de Agencia y Estructura de Capital .....	16
1.3.6 Capital de Trabajo .....	17
1.3.7 Componentes del Capital de Trabajo.....	18
1.4 Presupuesto de Capital y Análisis de Flujo de Efectivo .....	24

### **CAPÍTULO 2: TEOREMA DE MODIGLIANI-MILLER**

2.1 Propositiones del Teorema de Modigliani-Miller .....	27
2.1.1 Proposición I.....	27
2.1.2 Proposición II .....	28

2.1.3 Proposición III.....	29
2.2 Proposiciones de Modigliani y Miller sin Impuestos.....	29
2.3 Proposiciones de Modigliani y Miller con Impuestos .....	30

**CAPÍTULO 3: APLICACIÓN DE LA TEORÍA DEL TEOREMA MODIGLIANI-MILLER EN EL ANÁLISIS FINANCIERO EN UNA EMPRESA COMERCIAL DE SUPERMERCADO**

3.1 Estructura Financiera y Económica de una Empresa de Supermercado.....	32
3.1.1 Razones de Liquidez .....	33
3.1.2 Razones de Endeudamiento .....	33
3.1.3 Razones de Actividad .....	34
3.1.4 Razones de Rentabilidad.....	34
3.2 Análisis Financiero en una Empresa de Supermercados.....	35
3.3 Formación de la Teoría Financiera de la Empresa.....	37
3.4 El Proceso de Acumulación de Conocimientos .....	38
3.5 La Estructura de Capital en la Teoría Financiera de una Empresa Comercial .....	45
3.6 La Teoría de Modigliani y Miller sobre la Estructura de Capital .....	45
3.7 Evolución de la Teoría Financiera a partir de los Supuestos de Modigliani-Miller.....	47
3.8 La Consecución de la Estructura Óptima de Capital y sus Consecuencias sobre el Apalancamiento y la Jerarquía Financiera en las Empresas Comerciales .....	49
CONCLUSIÓN .....	52
BIBLIOGRAFÍA.....	56

# **AGRADECIMIENTOS**

## **AGRADECIMIENTO**

**A Dios:** Por su gracia y bondad, pues sin ti mi Dios no lo hubiera logrado.

Gracias padre amado.

A personas queridas. Mis hermanas Eunice D. e Ivelisse Francisco Castillo, Esperanza, Raquel, Vanesa....

A mis Amigos/as: Eliazar, Melody, Yuleisy....

**Berenice Francisco Castillo**

## AGRADECIMIENTO

**A Dios:** Mi amparo y fortaleza, quien me ha dado todo, la sabiduría, el conocimiento y el impulso para poder alcanzar esta meta, gracias Señor por todo y cuanto me has dado en este tiempo, por ayudarme a superarme y ser alguien mejor y con mayor capacidad.

**A mi familia:** Por todo el esfuerzo y apoyo que me han dado y de los cuales he recibido un apoyo incondicional, gracias por siempre estar conmigo en el transcurso de esta carrera que ha he terminado, que también es de ustedes.

**A mi Asesor: Francisco Demetrio Núñez,** por su entrega, su ayuda en esta recta final, gracias por enseñarme que las cosas siempre se pueden mejorar con empeño y dedicación.

**A mi compañera de monográfico: Berenice Francisco Castillo,** por compartir momentos agradables y difíciles conmigo, pero esos momentos son los que nos hacen crecer.

**A mis amigos y demás personas:** Que de una u otra manera han influido en la realización de mi carrera, gracias a todos, porque sin darse cuenta fueron un impulso en momentos difíciles y de gran ayuda para mí.

**Abel Francisco Padilla**

# DEDICATORIAS



## **DEDICATORIA**

**A Dios:** Por haberme dado la vida, el entendimiento y la luz para alcanzar una carrera universitaria.

**A mis Padres: Francisco Castaño y Enma Eunise Castillo Santos,** por su apoyo y cariño, su esfuerzo, sacrificio y amor. Es obvio que faltan palabras con las cuales pueda expresar lo que pienso por ustedes.... Los quiero, que el Todopoderoso los siga bendiciendo.

**Berenice Francisco Castillo**

## DEDICATORIA

Le dedico este proyecto a:

**Dios:** Quien me ha dado la sabiduría y la fortaleza para llegar hasta el final, ayudándome a superarme cada día a pesar de los obstáculos.

**A mi familia:** Por todo su apoyo, amor y comprensión en todo momento.

**A mi novia:** Por ser parte de la motivación de este proyecto y por su paciencia y cariño en todo momento.

**A todos mis amigos,** que de una u otra manera han sido parte del mismo.

**Abel Francisco Padilla**

# INTRODUCCIÓN

## INTRODUCCIÓN

Una de las misiones de la empresa es crear valor, pero también maximizarlo lo mejor posible, a través del uso eficiente de los recursos financieros. Los accionistas deben saber manejar su negocio y prevenir las crisis ya que, al momento de ser sorprendidos, sus activos pudiesen verse perjudicados. Para evitar esta situación, es recomendable llevar a cabo un plan de valuación con el fin de que cada socio esté al tanto de las decisiones que se toman en materia de inversión, venta de acciones, financiación, operaciones y dividendos, entre otros aspectos.

Para tomar decisiones bien fundadas en relación con los objetivos de la empresa, el administrador financiero debe usar diversas herramientas, ya que el propósito de la empresa no es solo el control interno, sino todo lo que concierne al crecimiento y bienestar de la misma. Por lo que el administrador debe implementar estrategias que mantengan elevada la estructura de capital incrementando cada vez más el valor de la empresa.

El teorema Modigliani-Miller es parte esencial del pensamiento sobre la estructura de capital de la empresa, esta teoría trata de explicar si existe una estructura de capital óptima que permita maximizar el valor de la empresa, esta se fundamenta en tres proposiciones, la primera de ellas explica que el valor de la empresa solo dependerá de la capacidad generadora de renta de sus activos sin importar de donde han sacado los recursos financieros que los han financiado; la segunda revela que la rentabilidad esperada de las acciones ordinarias de una empresa endeudada crece equitativamente a su grado de

endeudamiento y la tercera, expone que la tasa de retorno de un proyecto de inversión ha de ser completamente independiente a la forma como se financie la empresa y por lo menos debe ser igual a la tasa de capitalización que el mercado aplica a empresas sin apalancamiento y que pertenece a la misma clase de riesgo de la empresa inversora.

Con esta investigación se busca analizar la aplicación de la teoría del teorema Modigliani-Miller en el análisis financiero en una empresa comercial de supermercado, la cual estará estructurada de la siguiente manera: En el capítulo 1, se detallará las generalidades de las finanzas, el capítulo 2 se enfocará en aplicar todo lo referente al teorema de Modigliani-Miller, donde se conocerán las proposiciones planteadas por éstos, tanto con impuestos como sin impuestos; en el capítulo 3, se hablará de la aplicación de la teoría del teorema de Modigliani-Miller en el análisis financiero de una empresa comercial de supermercado. Finalmente se presentan las conclusiones que arrojen el estudio y las referencias bibliográficas que se usarán para buscar las fuentes consultadas.

Con esta investigación se plantearán las estrategias que las empresas de supermercados necesitan para mantener un capital óptimo a fin de que sean implementadas por éstas y puedan conservar un sitio importante en el mercado en el cual se desarrollan.

## **OBJETIVOS**

### **Objetivo General**

Analizar la aplicación de la teoría del teorema Modigliani-Miller en el análisis financiero en una empresa comercial de supermercado.

### **Objetivos Específicos**

1. Investigar los aspectos generales de las finanzas para conocer su historia y la forma correcta de crear valor en una empresa. propuestas
2. Analizar el teorema de Modigliani-Miller a los fines de conocer su aplicabilidad y beneficio en el manejo de la estructura financiera en una empresa.
3. Identificar la estructura de capital en la teoría financiera de una empresa comercial para aprender a seleccionar adecuadamente las decisiones de inversión y la forma en que éstas se financian.
4. Realizar un análisis financiero a una empresa comercial de supermercado a fin de conocer las razones de liquidez, endeudamiento, gestión y rentabilidad de la misma.

**CAPÍTULO 1**

**ASPECTOS GENERALES DE LAS FINANZAS**

# CAPÍTULO 1: ASPECTOS GENERALES DE LAS FINANZAS

## 1.1 Historia de las Finanzas

Las finanzas es una de las ramas de la economía más recientes, con apenas poco más de 100 años. La evolución de las finanzas consta básicamente de 5 etapas y cada una de ellas corresponde a un contexto económico distinto:

Etapa I de 1900 a 1929: el creador de las finanzas, el alemán (nacionalizado norte americano) Irving Fischer publica un artículo en 1897, en el cual habla de una nueva disciplina: las finanzas. Esta resulta un desprendimiento de la economía, y el origen del nombre se debe a los romanos que denominaban finus al dinero. En 1930 publicaría el libro titulado Teoría del Interés, el cual serviría de base a John M. Keynes en su libro (Teoría de la Ocupación del Interés y el dinero). La economía es creciente a nivel mundial. El objetivo primordial de las finanzas es obtener fondos hasta la caída de la bolsa en 1929.

Etapa II de 1929 a 1945: luego de la crisis financiera del 29, se produce una gran depresión económica, el contexto estaba repleto de quiebras empresariales, un alto nivel de desempleo y la pobreza era general. En esta etapa, las finanzas se van a dedicar a preservar el interés de los acreedores, es decir, intentarán recuperar los fondos. La segunda guerra mundial juega un papel fundamental en lo que a economía se refiere.

Etapa III de 1945 a 1975: en esta etapa se producen treinta años de prosperidad económica mundial, con una tasa de crecimiento de alrededor del 5 por ciento. El surgimiento de la informática y la electrónica, favorece al



desarrollo de las comunicaciones el transporte y el comercio. En este período aparecen grandes entidades financieras y bancarias como CitiBank o Morgan. El objetivo de las finanzas comienza a ser el de optimizar las inversiones, por medio de estadísticas y cálculos matemáticos. Este período es considerado la “Etapa de Oro” de las finanzas.

Etapa IV de 1975 a 1990: el crecimiento de la economía mundial vista en la etapa anterior terminó a causa de la crisis del petróleo de 1973 que elevó los costos de producción de forma drástica. La función principal de las finanzas será optimizar la relación riesgo-rentabilidad.

Etapa V de 1990 en adelante: Quizás la última crisis financiera sea el punto de quiebre entre la etapa 5 y una nueva etapa, pero eso se sabrá con mayor certeza en unos años más. Sin embargo, desde 1990 se van a producir diversas crisis a lo largo del globo, producto de la globalización económica existente. Las crisis están relacionadas unas con otras, no son aisladas.

Las finanzas durante esta última etapa buscaron la creación de valor, poniendo en funcionamiento nuevos esquemas de inversión, el apalancamiento financiero e incluso la creación de los activos tóxicos (Crivellini, 2012).

## **1.2 El Costo de Capital**

Las finanzas de la empresa constituyen una disciplina que conceptualiza y analiza las motivaciones, el beneficio y el costo de las decisiones de inversión y de búsqueda de financiamiento que realizan las organizaciones con la finalidad de crear valor para sus accionistas.

En finanzas, el costo de capital es la tasa mínima de rentabilidad que deben proveer las inversiones de la empresa para mantener, por lo menos igual, el valor de las acciones de la organización en el mercado de capitales.

### **1.2.1 Definición**

Es la tasa de descuento ajustada al riesgo que se usa para calcular el valor presente neto de un Proyecto. La manera estándar de manejar la incertidumbre acerca de los flujos de efectivo futuros es usar una tasa de descuento mayor (Zvi y Merton, 2003).

El concepto de costo de capital medio ponderado o promedio está muy ligado al de estructura de capital. Así en función de si una empresa financia sus proyectos en mayor o menor medida con deudas frente a su financiación con recursos provenientes de los accionistas su coste de capital será distinto (Enciclopedia Financiera).

Los costes derivados de la propiedad o los préstamos del capital, incluidos los pagos de intereses y obligaciones de dividendos", es por tanto quién determina como una empresa puede financiarse (a través de una emisión de acciones, bonos o préstamos, o una mezcla de ambos).

### **1.2.2 Riesgo y Rendimiento**

El riesgo es a posibilidad de pérdida o más formalmente, la variabilidad de los rendimientos. Existen varias fuentes de riesgos específicos de la empresa y específicos de los accionistas (Lawrence, 2003).

El rendimiento es cualquier distribución de efectivo más el cambio en el valor expresado como un porcentaje del valor inicial. Los rendimientos de la inversión varían a través del tiempo y entre diferentes tipos de inversiones (Lawrence, 2003).

El riesgo y rendimiento esperados de una empresa afecta directamente el precio de sus acciones. Riesgo y rendimiento son dos determinantes clave del valor de la empresa, por eso es responsabilidad del administrador financiero evaluar cuidadosamente el riesgo y rendimiento de todas las decisiones importantes a fin de garantizar que los rendimientos esperados justifiquen el nivel de riesgo que se presenta.

La manera en que el administrador financiero puede esperar alcanzar el objetivo de la empresa de incrementar el precio de sus acciones es tomar solo aquellas acciones que ganen rendimientos que correspondan al menos con un riesgo. Obviamente, los administradores financieros necesitan reconocer, medir y evaluar las compensaciones entre riesgo y rendimiento a fin de garantizar que sus decisiones contribuyan a la creación de valor para los propietarios (Lawrence, 2003).

### **1.2.3 Componentes del Costo de Capital**

Cuando una empresa acude a un banco para solicitar un préstamo, la entidad financiera le concede el mismo, teniendo en cuenta los diversos riesgos a los que se encuentra expuesta la empresa. La empresa, por su parte, deberá devolver el principal más los intereses dentro de un periodo determinado. Una empresa sólida, con un nivel de liquidez y solvencia adecuado y que, en términos generales, es de bajo riesgo, probablemente pagará una tasa de interés baja; ocurrirá lo contrario con una empresa de mayor riesgo que presenta un bajo nivel de liquidez y poco solvente.

En el caso de que una empresa se endeude mediante un préstamo bancario, se debe considerar la tasa efectiva anual como el costo de la deuda antes de impuestos. El bono es un instrumento de deuda mediante el cual una empresa, un gobierno, un estado, etc., se compromete a pagarle al inversionista un flujo de intereses, conocidos como cupones, más el principal (valor facial) durante un periodo determinado.

En el caso de las empresas, los bonos emitidos por estas se conocen como bonos corporativos. Las empresas pueden emitir bonos que presentan diversas características, tanto en el pago de los intereses como en el pago del principal.

Costo de las utilidades retenidas (acciones comunes). Cuando una empresa obtiene utilidades en un periodo determinado, tiene básicamente tres opciones: reinvertir totalmente las utilidades, repartir totalmente las utilidades mediante dividendos o reinvertir una parte de las utilidades y repartir otra parte entre los accionistas.

El modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model). El modelo CAPM, traducido comúnmente como Modelo de Asignación de Precios de Equilibrio o Modelo de Equilibrio de Mercado, nos permite determinar el retorno requerido al invertir en un activo riesgoso basándonos en la tasa libre de riesgo, la prima por riesgo de mercado y el beta de la acción. Es el modelo más empleado para el cálculo del costo de las acciones comunes.

Método del rendimiento del bono más prima por riesgo. Este método consiste en sumar una prima de riesgo que varía aproximadamente entre 3% y 5% al costo de la deuda a largo plazo antes de impuestos de la empresa. Ya sea si una empresa se ha endeudado mediante un préstamo bancario o la emisión de bonos, se debe suponer que una empresa de alto riesgo va tener que pagar altos intereses o sus bonos deben tener un alto rendimiento.

Método del rendimiento del dividendo más tasa de crecimiento, o flujo descontado de efectivo. El precio actual de una acción es el reflejo del flujo esperado de dividendos, descontados a la tasa requerida por los accionistas y las ganancias de capital (o tasa decrecimiento del dividendo) que se espera obtener durante un periodo determinado.

Costo de una acción común nueva. Cuando una empresa va a emitir acciones comunes, acciones preferentes o bonos, recurre a un banco de inversión, el cual le cobra una comisión por los servicios prestados. Esta comisión cobrada por el banco de inversión se conoce como costo de flotación. Estos costos de flotación, aunque no elevan el retorno requerido por el inversionista que adquiere las acciones que acaba de emitir nuestra empresa, sí

eleva el retorno que debe obtener la empresa, pues es necesario cubrir el costo de flotación.

#### **1.2.4 Costo de Capital Promedio Ponderado**

El costo de capital promedio ponderado, llamado también WACC (siglas en inglés) es la tasa de descuento que debe utilizarse para descontar los flujos de fondos operativos para valuar una empresa utilizando el descuento de flujos de fondos, en el "enterprise approach". Las corporaciones crean valor para los accionistas ganando una rentabilidad del Capital invertido que está por encima del costo de ese capital. El Costo de Capital Promedio Ponderado, se expresa como un porcentaje, como un interés, como por ejemplo si una compañía trabaja con un Costo de Capital Promedio Ponderado del 12%, esto significa que cualquier inversión sólo debe ser hecha, si proyecta un rendimiento mayor al Costo de Capital Promedio Ponderado de 12%.

Los costos de capital para cualquier inversión, sean para una compañía o un proyecto, son el índice de la rentabilidad que los proveedores de capital desearían recibir si invirtiesen su capital en otra parte, es decir los costos de capital son un tipo de costo de oportunidad. Por lo tanto el Costo de Capital Promedio Ponderado es la tasa de rendimiento interno que una empresa deberá pagar a los inversores para incitarles a arriesgar su dinero en la compra de los títulos emitidos por ella (acciones ordinarias, acciones preferentes, obligaciones, préstamos, etc.).

El Costo de Capital Promedio Ponderado es una medida financiera, la cual tiene el propósito de englobar en una sola cifra expresada en términos porcentuales, el costo de las diferentes fuentes de financiamiento que usará una empresa para fondar algún proyecto en específico. Para calcular el CCPP, se requiere conocer los montos, tasas de interés y efectos fiscales de cada una de las fuentes de financiamiento seleccionadas, por lo que vale la pena tomarse el tiempo necesario para analizar diferentes combinaciones de dichas fuentes y tomar la que proporcione la menor cifra.

El costo de capital es exactamente el mismo independientemente de la estructura de deuda a capital. Cuando una empresa está más endeudada la distribución en el costo de capital promedio ponderado, por ser la fuente más barata, es compensada con el incremento en la ponderación de los recursos del inversionista en proporción al mayor riesgo asumido por estos, al incrementarse el apalancamiento y por consiguiente el riesgo financiero (Navarro, 2003).

### **1.2.5 Costo Marginal de Capital**

Costo adicional en que se incurre para generar una unidad más de producción. En otros términos, es el aumento en el costo total debido a incrementar la producción en una unidad (Sepúlveda, 2004).

Es decir, es el costo de producir una unidad más de un producto o servicio. Si el bien producido es infinitamente divisible, por lo que el tamaño de un coste marginal cambiará con el volumen, como un costo no lineal y no proporcional función incluye lo siguiente:

- a) Costos variables dependientes a volumen (materia prima utilizada para producir cada unidad, electricidad,...)
- b) Costos fijos constantes independientes del volumen (maquinaria necesaria, gastos de personal,... )
- c) Saltos en los costes fijo, esto se produce cuando superamos la capacidad máxima. Así, la maquinaria tendrá una capacidad máxima por lo que ese será el límite (para producir una unidad más deberemos adquirir una maquinaria nueva lo que hará el coste marginal altísimo, sólo compensaría en caso de que las cantidades a producir cubriesen el nuevo coste de esta maquinaria y el personal que la operase) y el personal tiene un horario y si lo superamos deberán pagarse horas extras (Enciclopedia Financiera).

### **1.2.6 Combinación del Costo Marginal de Capital con los Programas de Oportunidades de Inversión**

El programa de oportunidades de inversión es una gráfica donde se representan las oportunidades de inversión de la empresa, ordenadas con base en las tasas internas de retorno de los proyectos.

El programa de costo de capital marginal se combina con el programa de oportunidades de inversión y su intersección se define como el costo de capital corporativo, el cual se utiliza para evaluar los proyectos de presupuesto de capital de riesgo promedio.



Esta combinación se utiliza para determinar el presupuesto de capital óptimo para la empresa.

### **1.3 Estructura de Capital**

La estructura de capital viene determinada por la combinación de los diferentes recursos utilizados por la empresa para financiar sus inversiones. De forma genérica se pueden citar tres grandes fuentes de financiación: la emisión de acciones, los beneficios retenidos y el endeudamiento.

El objetivo de maximizar el valor de mercado de la empresa supone encontrar la combinación de fondos propios y deuda que minimiza el coste de capital de dicha empresa. Los estudios y aportaciones sobre la estructura de capital pueden agruparse entre aquellos cuyo objetivo es maximizar la riqueza de los accionistas y aquellos basados en las teorías directivas y que se plantean en términos de la maximización de la utilidad de los directivos.

El capital de una empresa está conformado de las fuentes de los fondos de largo plazo de ésta, se pueden dividir en dos:

1. Los aportes de los dueños, los cuales consisten en todas las erogaciones en dinero, especie o de industria que realizan a tiempo indefinido las personas que tienen en su poder los derechos primarios de la empresa para su constitución y se traduce en acciones comunes, acciones preferentes y las utilidades retenidas.

2. Por endeudamiento con terceros. Por lo tanto, la estructura de capital es la combinación de capital contable y deudas utilizada para financiar una empresa.

### **1.3.1 Definición de Estructura Óptima de Capital**

Estructura óptima de capital es aquella que “genera equilibrio entre el riesgo y el rendimiento para el logro de la meta final, consistente en la maximización del precio de las acciones. Esta estructura de capital será la guía para obtener fondos en el futuro y las decisiones sobre financiamiento deberán ser congruentes con ella. En otras palabras, la estructura de capital óptima es aquella que maximiza el valor de la empresa.

La estructura óptima de capital de una empresa es la mezcla de deuda y capital que maximiza el precio de las acciones. En un momento dado los ejecutivos tienen presente determinada estructura óptima del capital, supuestamente la mejor, aunque puede cambiar con el tiempo (Ehrhardt y Brigham (2007).

### **1.3.2 Factores que Influyen en las Decisiones de Estructura de Capital**

Los elementos que influyen sobre las decisiones de la estructura de capital especialmente son el riesgo del negocio que es el esencial a las actividades operacionales de la empresa, la posición fiscal de la empresa debido a los intereses que son deducibles de renta, al método de depreciación de los activos fijos, la amortización de pérdidas fiscales y al monto de las tasas fiscales; la

flexibilidad financiera, que es la capacidad para obtener capital en términos razonables bajo condiciones adversas y por último, el factor que determina el nivel de deudas se relaciona con las actitudes administrativas respecto a la solicitud de préstamos.

### **1.3.3 Riesgos de la Empresa**

Según autores como Besley (2001) y Ross (2002), entre otros, existen dos tipos de riesgos en las empresas: el riesgo operativo y el riesgo financiero. El riesgo operativo es el asociado con las proyecciones de los rendimientos futuros de una empresa sobre los activos o con los rendimientos sobre el capital contable si la empresa no utiliza deuda. El riesgo financiero es una porción del riesgo de los accionistas, superior al riesgo básico del negocio, resultante de la manera en la cual se financia la empresa.

### **1.3.4 Enfoques de la Estructura de Capital**

Estos enfoques son teorías sobre cómo determinar la estructura óptima de capital en las empresas.

El enfoque tradicional. Este enfoque propone que la compañía puede reducir su costo de capital y de esta manera, aumentar el valor total de la empresa mediante el uso razonable del apalancamiento. Por lo tanto, esto lleva a que el costo de capital no es independiente de la estructura de capital de la empresa y que existe una estructura de capital óptima.

El enfoque de Estructura de Capital. Los impulsores de este enfoque son Franco Modigliani y Merton H. Miller, quienes argumentan que el riesgo total para todos los poseedores de valores de la empresa no resulta alterado por los cambios en la estructura de capital y por ende es indiferentemente de la combinación de financiamiento.

Este modelo o enfoque concluye que el punto de vista de la estructura de capital en mercados eficientes parte de la base de que el aumento del riesgo financiero producido por el incremento del apalancamiento financiero provoca una alteración en el costo de las acciones lo bastante grande como para contrarrestar los mayores dividendos repartidos a los accionistas.

Lo que parece indicar que el financiamiento a través del endeudamiento no es tan barato como parece en un principio. El resultado será el mantener constante el costo del capital de la compañía y ello implicará, además, que al ser tan buena una estructura de capital como otra cualquiera, los directivos no deberían perder su tiempo ni el dinero intentando dar con su composición óptima, pues ella no existe. Además, las decisiones de inversión pueden realizarse de forma independiente de las decisiones de financiamiento.

Proposiciones MM con impuestos. Dice que bajo la ausencia de oportunidades de arbitraje y en la presencia de impuestos, el valor de la empresa aumenta conforme el nivel de la deuda aumenta. El hecho de que los intereses sean un gasto fiscalmente deducible hace que las deudas corporativas sean menos costosas que las acciones comunes o preferentes.

En general, en un mundo donde la única imperfección del mercado es el impuesto corporativo, Modigliani y Miller demostraron que el valor de la empresa endeudada equivale al valor de la empresa sin deuda más el valor presente de los ahorros fiscales de la empresa endeudada.

Enfoque UAI-UAP. Este se basa en la separación de la estructura de capital que maximice las utilidades por acción a lo largo del intervalo esperado de utilidades antes de intereses e impuestos. Las variaciones de los niveles de utilización de deudas ocasionarán cambios en las utilidades por acción y consecuentemente, en el precio de las mismas. Es decir, mientras más alto sea el porcentaje, más riesgosas serán las deudas y por lo tanto, más alta será la tasa de interés que carguen los prestamistas.

Enfoque de señales. Consiste en que los administradores tienen mejor información acerca de sus empresas que los inversionistas externos, a lo que se le conoce como información asimétrica y tiene efectos de gran importancia sobre las decisiones de utilizar deudas o capital contable para financiar los proyectos de capital, ya que los inversionistas externos toman señales de las acciones tomadas por los administradores para tratar de considerar la situación de la empresa o los proyectos.

La estructura financiera señala a los inversionistas externos las condiciones de riesgo y rentabilidad de la empresa. La interpretación de las señales no es una tarea fácil, ya que se basa en conjeturas y pueden llevar fácilmente a conclusiones erróneas, por lo tanto no existe en la literatura uniformidad de criterios.

Enfoque de la teoría del orden de elección. Otra teoría es la llamada “Pecking Order Theory” de Stewart Myers en 1984, cuya hipótesis sugiere que existe un orden de elección de fuentes de financiamiento, presuponiendo que las empresas tienden a evitar financiarse con fondos externos debido a los costos de la información diferencial entre gerentes-propietarios e inversores. Por lo tanto, utilizarán de manera prioritaria el autofinanciamiento, si éste es insuficiente se recurre al endeudamiento y sólo en última instancia a la emisión de capital accionario.

Esta teoría explica que las empresas mantienen grandes cantidades de recurso líquidos a través de utilidades retenidas, como su principal fuente de financiamiento. En segundo lugar, se encuentra el financiamiento a través de deuda y por último, recurren al financiamiento por medio de capital externo.

### **1.3.5 Costos de Agencia y Estructura de Capital**

Tanto en la deuda como en el capital contable, se incurre en costos de agencia. Los costos de agencia de la deuda incluyen las erogaciones para monitoreo y control para asegurar que los acreedores no son explotados por los accionistas.

También incluyen los costos que surgen al hacer contratos de préstamos restrictivos que son consecuencia de la reducción de flexibilidad de la empresa al invertir y operar. Dichos costos reducen el monto deseado de deuda en la estructura de capital de una empresa ya que los problemas de agencia y sus costos aumentan a medida que aumenta el apalancamiento financiero.

Por otra parte, los costos de agencia del capital contable aumentan a medida que aumenta el financiamiento mediante accionistas externos. Uno de los más importantes es el incentivo de la administración de expandir la empresa más allá del punto en el que la riqueza del accionista es maximizada, ya que para lograrlo, el administrador necesita utilidades retenidas por lo que evitaría tener que pagar dividendos. Otro costo de agencia de capital contable es el hecho de que el administrador podría no tener interés en la empresa y por lo tanto, no se esforzaría por maximizar el valor de la empresa, es decir, la riqueza de los accionistas.

### **1.3.6 Capital de Trabajo**

Contablemente el capital de trabajo tiene dos definiciones: capital de trabajo bruto y capital de trabajo neto.

El capital de trabajo bruto equivale al activo corriente de la empresa. Representa las inversiones a corto plazo (inversiones que se pueden convertir en efectivo en un plazo de hasta un año) y está compuesto por partidas como caja bancos, valores negociables, cuentas por cobrar comerciales.

Otras cuentas por cobrar, existencias y cargas diferidas. Sin embargo, al referirse al concepto de capital de trabajo, generalmente se hace mención al capital de trabajo neto. El capital de trabajo neto consiste en la diferencia de activo corriente menos pasivo corriente, es decir, inversiones a corto plazo menos financiamiento de terceros a corto plazo (Tanaka, 2005).

La administración de capital de trabajo se refiere al manejo de todas las cuentas corrientes de la empresa que incluyen todos los activos y pasivos corrientes. Éste es un punto esencial para la dirección y el régimen financiero y es importante administrarlo para poder predecir y controlar los flujos de caja de la empresa, para conocer el vencimiento de las obligaciones con terceros y las condiciones de crédito de cada uno y para predecir las entradas futuras a caja.

El principal objetivo de la administración de capital de trabajo, es reducir al máximo la cantidad de activos a corto plazo que se mantienen en la empresa, ya que cuanto mayor sea la razón de liquidez, menos rentable será la empresa. En otras palabras, no es conveniente que el capital de trabajo sea muy grande debido a que se estaría desperdiciando recursos de la empresa porque no estarían generando rendimiento.

### **1.3.7 Componentes del Capital de Trabajo**

La administración financiera del capital de trabajo se enfoca a los niveles que debe mantener en sus cuentas de activos circulantes: efectivo, inventarios y cuentas por cobrar y las cuentas de pasivos circulantes. (Abreu y Morales, 2005).

Efectivo. En este renglón busca mantener exactamente el efectivo justo para hacer los desembolsos a medida que se requieran en el desarrollo de las operaciones de la empresa, para evitar mantener inversiones ociosas, y también se disminuirían los valores negociables a menos que los rendimientos de intereses sobre tales activos excedieran al costo de capital de la empresa.



Cuentas por cobrar en el sector comercial. La cantidad de créditos y las condiciones contractuales para cobrar a los clientes determinan la cantidad de recursos inmovilizados, entre más alta sea el renglón de cuentas por cobrar mayor la cantidad de recursos improductivos y viceversa, pero por otra parte el incrementar la cantidad de créditos otorgados incrementa las ventas de la empresa.

Inventario. El objetivo de la administración del inventario es balancear los costos y beneficios que se asocian a la cantidad que se maneje en la empresa, el inventario en exceso consume efectivo, administrarlo con eficiencia incrementa el valor de la compañía.

Cuentas por pagar: Son varios los conceptos que producen salida de efectivo de la empresa: proveedores, sueldos de empleados, impuestos, entre otros. En el caso del crédito comercial generalmente es una fuente barata de financiamiento, el costo depende de las condiciones de éste. En general las empresas siempre pagan el último día que se permita, sin generar una relación mala con sus proveedores ni incurrir en prácticas con faltas a la ética.

#### **1.3.7.1 Administración del Efectivo**

Una administración adecuada de efectivo incluye una administración eficiente de los flujos de entrada y salida del mismo, e implica la sincronización de dichos flujos, el empleo de la flotación, la aceleración de las cobranzas, la determinación del lugar y fecha en que se necesitarán los fondos así como asegurarse de que estén disponibles en el lugar correcto en la fecha indicada y

el control de los desembolsos. De esta manera, no se necesitan excedentes de efectivo ociosos en la empresa, ya que no habría imprevistos si se hace una eficiente planeación.

Aunque las empresas con flujos de efectivo estimados con bastante certeza pudiera trabajarse con un valor mínimo de capital de trabajo, la mayoría de las empresas requieren garantizar sus operaciones corrientes con exceso de activos circulantes sobre el pasivo a corto plazo, ya que no todos los activos tienen la posibilidad de convertirse a efectivo y no todas las deudas poseen la misma fecha de vencimiento, una posición financiera sana ante los acreedores requiere poseer alguna magnitud de capital de trabajo (Gámez, Banda y Tirado, 2006).

#### **1.3.7.2 Administración de las Cuentas por Cobrar**

Las cuentas por cobrar consisten en el crédito que una compañía otorga a sus clientes en la venta de bienes y servicios, es una modalidad de financiamiento a corto plazo que se les entrega a los clientes. Estas cuentas pueden tomar la figura de crédito comercial, el cual se refiere al crédito que la compañía le da a otras compañías, o bien, de crédito de consumo, el cual es el crédito que la compañía le extiende a los consumidores finales.

Para que una compañía esté en condiciones de otorgar crédito a sus clientes debe:

1. Establecer políticas de crédito y cobranzas
2. Evaluar cada solicitud de cada cliente, el crédito en particular.

El establecimiento de una política óptima de concesión de crédito exige que la empresa examine y trate de medir los costos y rendimientos marginales asociados a las diversas políticas.

En lo que se refiere a los beneficios desde el punto de vista más abierto de otorgamiento de crédito posiblemente genere un aumento de las ventas y un aumento de las utilidades brutas, sin embargo, este aumento en los rendimientos se ve neutralizado por diversos tipos de costos marginales relacionados con el crédito como son los costos de oportunidad de los fondos adicionales empleados para mantener un mayor nivel de cuentas por cobrar.

Adicionalmente, este aumento de las cuentas por cobrar puede llevar a un aumento de costos adicionales dados por los niveles de inventario, los costos de inversión en los mismos, el control de la cartera, y la mayor cantidad de cuentas por cobrar. Por otro lado, el riesgo también aumenta, ya que la probabilidad de poseer una mayor cartera vencida aumenta.

A la hora de establecer políticas óptimas de crédito, los administradores financieros de una empresa deben considerar diversas variables de gran importancia, la cuales puedan controlarse y utilizarse para alterar el nivel de cuentas por cobrar (Universidad Nacional Abierta a Distancia).

### **1.3.7.3 Administración del Inventario**

La administración de inventarios implica la determinación de la cantidad de inventarios que deberán mantenerse, la fecha en que deberán colocarse los pedidos y la cantidad de unidades ordenadas. El modelo de la cantidad

económica de la orden (CEO) es una fórmula utilizada para determinar la cantidad de la orden que minimiza los costos totales de inventario, es decir, la cantidad óptima de inventario. Sus principales supuestos son que las ventas se distribuyen de manera uniforme a lo largo de todo el período examinado y pueden pronosticarse de una manera precisa; que las órdenes se reciben en el momento esperado y que el precio de compra de cada artículo es el mismo independientemente de la cantidad que se ordene.

Los sistemas justo a tiempo y las subcontrataciones son métodos empleados para mantener a un nivel bajo los costos del inventario. El sistema justo a tiempo es aquél con base en el cual, un productor coordina la producción con los proveedores de tal manera que las materias primas de los componentes lleguen en el momento preciso en que se necesitan en el proceso de producción, lo cual reduce al mínimo los costos de almacén y riesgos de obsolescencia o daños al inventario. La subcontratación por su lado, consiste en comprar componentes en lugar de fabricarlos internamente.

#### **1.3.7.4 Administración de las Cuentas por Pagar**

El financiamiento a corto plazo se puede clasificar dependiendo de su fuente, ésta puede ser espontánea o no. Es así como las cuentas por pagar y las deudas acumuladas representan formas de financiación espontáneas porque se derivan en forma natural de la operación diaria.

Su tamaño será una función dependiente del nivel de operaciones, por lo tanto, de acuerdo con el crecimiento de la operación, estos pasivos aumentan y

se utilizan para financiar parte de las necesidades de activos, especialmente corrientes.

Ya que las cuentas por pagar es el dinero que se les debe a los proveedores, podemos considerar que esta clase de pasivo comercial es un crédito comercial otorgado por los proveedores. Los pasivos comerciales es la forma de financiamiento a corto plazo más común para todas las empresas, de hecho son la fuente de fondos más grande a corto plazo.

En muchas economías observamos que un gran porcentaje de los clientes cancelan luego de poseer el producto, es decir, poseen un tiempo para realizar el pago del bien. Durante este plazo lo que han hecho los vendedores es conceder un pequeño crédito, es por ello que muchas pequeñas empresas prefieren acceder al crédito de los proveedores que al de las instituciones financieras que son más estrictas, es decir, acuden al crédito comercial (Universidad Nacional Abierta a Distancia).

Los créditos comerciales se pueden dividir de acuerdo con las condiciones que se establezcan entre las partes, compradores y vendedores.

Los tres tipos más comunes los llamamos: cuentas abiertas, documentos por pagar y aceptaciones comerciales.

1. Cuentas abiertas: los proveedores envían los productos a los consumidores y adjuntan una factura en la que especifican los datos del cliente y del proveedor con su identificación, la cantidad de artículos entregados, el monto unitario y total de la deuda (si da lugar, se debe discriminar por aparte los impuestos que se acarrean con la transacción), y los términos de venta como

- plazo para cancelar, lugar, y las condiciones específicas que se hayan acordado entre las partes.
2. Documentos por pagar: son un instrumento escrito con el que se documenta la deuda (pagaré) al proveedor. En él se estipulan datos similares a la de la factura, con una fecha única de pago en el futuro.
  3. Las aceptaciones bancarias: son otro tipo de instrumento del crédito comercial mediante el cual reconoce formalmente la deuda por parte del consumidor o comprador, para ello utilizamos las letras de cambio a plazos.

#### **1.4 Presupuesto de Capital y Análisis de Flujo de Efectivo**

El presupuesto de capital es el proceso de planeación para compras de activos cuyos rendimientos se esperan que sean recibidos en un plazo mayor de un año. Un gasto capitalizable es una erogación de efectivo con el cual se espera generar flujos futuros de efectivo en un plazo mayor que un año. Ejemplos de gastos capitalizables son: la compra de una nueva pieza de equipo para expandir un producto ya existente o línea de servicio o introducir uno nuevo, el reemplazo de un activo de capital, gastos para una campaña de publicidad, gastos de inversión y desarrollo entre otros.

## **CAPÍTULO 2**

### **TEOREMA DE MODIGLIANI-MILLER**

## CAPÍTULO 2: TEOREMA DE MODIGLIANI-MILLER

El Teorema Modigliani-Miller (teorema MM o M2) es una de las piedras angulares de las modernas finanzas corporativas. En puridad, más que un teorema es una proposición de irrelevancia que establece las condiciones bajo las cuales las decisiones financieras de una empresa no afectan a su valor. En esencia, el teorema MM es un conjunto de resultados que muestran, bajo las hipótesis de mercados ideales normalmente asumidas por los teóricos de la economía, que la política financiera de una corporación es irrelevante (Durán, 2011).

El teorema Modigliani-Miller (de Franco Modigliani, Merton Miller) es la base para el pensamiento moderno en la estructura de capital. El teorema básico de que, en virtud de un proceso de mercado determinado (el paseo aleatorio clásico), en ausencia de impuestos, costes de quiebra e información asimétrica, esto es, en un mercado eficiente, el valor de una empresa no se ve afectada por la forma en que la empresa se financiada. No importa si el capital de la empresa se obtiene con la emisión de acciones o de deuda. No importa cuál es la política de dividendos de la empresa (Enciclopedia Financiera).

Por lo tanto, el Teorema Modigliani-Miller es también a menudo llamo El Principio de irrelevancia de la estructura de capital. Es la aparición de los impuestos corporativos los que deshacen esa irrelevancia en la estructura de financiación ya que el coste de las deudas se reduce ya que es un gasto que se paga antes del impuesto sobre beneficios.



Modigliani fue galardonado con el Premio Nobel de Economía en 1985 por esta y otras contribuciones.

Miller era un profesor de la Universidad de Chicago cuando fue galardonado con el Premio Nobel de Economía en 1990, junto con Harry Markowitz y William Sharpe, por su trabajo en la "teoría de la economía financiera", con Miller citado específicamente por sus contribuciones fundamentales a la "teoría de las finanzas corporativas" (Enciclopedia Financiera)

## **2.1 Proposiciones del Teorema de Modigliani-Miller**

### **2.1.1 Proposición I**

El valor total de mercado de una empresa dada es independiente de su estructura de capital (Durán, 2011).

El apalancamiento aumenta el valor de la empresa proporcionalmente a su endeudamiento.

La primera proposición MM considera que si existen dos empresas que son idénticas, menos en su estructura financiera; es decir, la empresa A está financiada únicamente con las aportaciones de los socios; y por el otro lado la empresa B que mantiene una estructura de capital conformada por acciones y deuda. MM dicen que el valor de la empresa A es el mismo al de la empresa B.

Esta proposición se justifica de la siguiente manera: si es que un inversor se encuentra ante esta situación y no sabe si invertir en A o en B; esto le será

indiferente, porque podría invertir en la empresa apalancando o también invertir en B y pedir un crédito en la misma proporción y costo del dinero que la empresa A lo hace. De esta manera, para ese inversionista la inversión en A o en B sería una decisión sin trascendencia. Lo cual se puede resumir en que el valor de una empresa resulta del potencial de ganancia y del riesgo de sus activos; independientemente de cómo se financien sus activos (compañía (Arévalo, Cedeño, Cedeño y Guerrero, 2013).

### **2.1.2 Proposición II**

El coste del capital propio de una empresa dada es una función creciente de su ratio de endeudamiento (Durán, 2011).

La segunda proposición de MM afirma que la tasa de rendimiento de las acciones de las empresas cuyo capital se encuentra apalancado; su rendimiento esperado es igual a la tasa de capitalización  $P_k$  de una empresa de su clase financiada solo con capital propio más un adicional relacionado con el riesgo financiero; que es igual al coeficiente de la deuda/capital propio multiplicado por la diferencia entre  $P_k$  y  $r$  ( $r$  es la tasa de riesgo). Se puede deducir por simple razonamiento que los accionistas que observan que una empresa está más apalancada, es decir más adecuada, percibirán un riesgo superior, lo que hará que sus expectativas de sus rendimientos también se incrementan, llegando a un nuevo equilibrio en cuanto al rendimiento de las acciones (Arévalo, Cedeño, Cedeño y Guerrero, 2013).

### **2.1.3 Proposición III**

En su tercera proposición estos dos autores manifiestan que las empresas deberían invertir en aquellas oportunidades que brinden una tasa de retorno mayor al costo del capital de la empresa; porque caso contrario se puede producir una pérdida de valor de la compañía (Arévalo, Cedeño, Cedeño y Guerrero, 2013).

## **2.2 Proposiciones de Modigliani y Miller sin Impuestos**

Cuando la empresa se financia únicamente con acciones, todos los flujos de caja generados por los activos, pertenecen a los accionistas. Cuando la empresa emite deuda y capital propio, existen dos flujos de caja, uno de ellos es una corriente segura de recursos que va a los titulares de deuda y otra corriente de recursos va a los accionistas. La combinación de los diferentes títulos que emite la sociedad se conoce como su estructura financiera. La empresa intenta encontrar la combinación que maximice su valor total de mercado (Ortega, 2009).

Modigliani y Miller (1958) demostraron que las decisiones de financiación son irrelevantes en mercados perfectos. Su conocida Proposición I establece que el valor de la empresa viene determinado por sus activos reales, no por los títulos que emite, por tanto la estructura financiera es irrelevante.

Este modelo, además de no tener en cuenta los impuestos, considera que los flujos de caja después de impuestos distribuidos a accionistas y titulares de deuda son independientes de cómo la firma esté financiada. Además se supone

que no existen costes de transacción ni oportunidades de arbitraje (Ortega, 2009).

En la práctica, la estructura financiera no es irrelevante, debido a imperfecciones del mercado, tales como impuestos y costes asociados a situaciones de insolvencia financiera.

### **2.3 Proposiciones de Modigliani y Miller con Impuestos**

Si la estructura financiera fuera completamente irrelevante, los ratios de endeudamiento variarían de forma aleatoria entre empresas y entre sectores, pero en el mundo real no es así, debido fundamentalmente a la existencia de impuestos y a la probabilidad de llegar situaciones de insolvencia.

En ausencia de otras imperfecciones del mercado, minimizando la cantidad que se paga de impuestos, se maximizan los flujos de caja de los accionistas y de los titulares de deuda, y en consecuencia, se maximiza el valor de la firma.

La deuda tiene una ventaja importante que consiste en que los intereses de la deuda que pagan las empresas, son un gasto fiscalmente deducible de la base imponible del impuesto sobre sociedades.

## **CAPÍTULO 3**

# **APLICACIÓN DE LA TEORÍA DEL TEOREMA MODIGLIANI-MILLER EN EL ANÁLISIS FINANCIERO EN UNA EMPRESA COMERCIAL DE SUPERMERCADO**

## **CAPÍTULO 3: APLICACIÓN DE LA TEORÍA DEL TEOREMA MODIGLIANI-MILLER EN EL ANÁLISIS FINANCIERO EN UNA EMPRESA COMERCIAL DE SUPERMERCADO**

### **3.1 Estructura Financiera y Económica de una Empresa de Supermercado**

El patrimonio de una empresa de supermercados está compuesto por bienes, derechos y obligaciones. El balance de situación pone de manifiesto esta situación, refleja lo que tiene y lo que debe, o sea sus obligaciones en un determinado momento del tiempo. Los bienes son el conjunto de elementos propiedad de la empresa que sirven para satisfacer o desarrollar las necesidades como son las maquinarias y edificio, entre otros.

A su vez, los derechos representan las deudas que terceras personas han contraído con el supermercado, como es el caso de dinero que debe un cliente, etc. Por último, las obligaciones representan las deudas que ha contraído el supermercado con terceros como son las deudas con proveedores, préstamos bancarios, entre otros. El objetivo del balance es ayudar a representar una imagen fiel del patrimonio del supermercado, puede entenderse como una fotografía que muestra la relación entre las propiedades del supermercado y los derechos existentes contra esas propiedades.

Esta combinación de bienes, derechos y obligaciones es lo que forma la estructura económica-financiera de un supermercado. La estructura económica la forman los bienes y derechos, mientras que la estructura financiera la integran sus obligaciones, es decir, los recursos financieros propios y ajenos. Ambas

estructuras constituyen las dos caras de una misma realidad. Mientras que la estructura económica representa el conjunto de inversiones realizadas por el supermercado, la estructura financiera define el conjunto de medios o recursos financieros que permiten la adquisición de los bienes en los que se materializan estas inversiones.

Tanto la estructura económica como la financiera pueden ser representadas de forma conjunta por medio de un modelo cuantitativo como es el balance de situación, éste permite contemplar la doble perspectiva del patrimonio empresarial a través de las partidas del activo (estructura económica) y el pasivo (estructura financiera).

### **3.1.1 Razones de Liquidez**

Estas razones miden la capacidad de pago que tiene la empresa en el corto plazo, en cuanto al dinero en efectivo de que dispone, para cancelar las deudas.

Son fundamentalmente dos: la razón corriente y la razón o prueba ácida.

### **3.1.2 Razones de Endeudamiento**

Estos indicadores permiten conocer qué tan estable o consolidada se muestra el supermercado observándolo en términos de la composición de los pasivos y su peso relativo con el capital y el patrimonio. Se mide también el riesgo que corre quién ofrece financiación adicional a un supermercado determina igualmente, quién ha hecho el mayor esfuerzo en aportar los fondos que se han invertido en los activos: si lo ha hecho el dueño, o si es un esfuerzo

de "terceros". Muestra el porcentaje de fondos totales que han sido proporcionados, ya sea a corto o mediano plazo. Se debe tener claro que el endeudamiento es un problema de flujo de tesorería y que el riesgo de endeudarse consiste en la habilidad que tenga o no la administración del supermercado para generar los fondos necesarios y suficientes para pagar las deudas a medida que se van venciendo.

### **3.1.3 Razones de Actividad**

Las razones de actividad miden la rapidez con que las cuentas por cobrar o los inventarios se convierten en efectivo. Son un complemento de las razones de liquidez, ya que permiten precisar aproximadamente el período de tiempo que la cuenta respectiva (cuenta por cobrar, inventario), necesita para convertirse en dinero. Miden la capacidad que tiene la gerencia para generar fondos internos, al administrar en forma adecuada los recursos invertidos en estos activos.

Son fundamentalmente las siguientes: la rotación de inventario, la rotación de las cuentas por cobrar, período promedio de pago a proveedores, la rotación de activos totales, la rotación de activos fijos y el ciclo de caja.

### **3.1.4 Razones de Rentabilidad**

Estas razones miden el rendimiento del supermercado en relación con sus ventas, activo o capital. Es importante conocer estas cifras, ya que el supermercado necesita producir utilidad para poder existir. Estos indicadores son de mucho uso, puesto que proporcionan orientaciones importantes para dueños



y asesores, ya que relacionan directamente la capacidad de generar fondos en la operación de corto plazo del supermercado. Todos los indicadores están diseñados para evaluar si la utilidad que se produce en cada período es suficiente y razonable, como condición necesaria para que el negocio siga marchando.

Cuando estos indicadores reflejen cifras negativas, estarán representando la etapa de desacumulación que el supermercado está atravesando y que afectará toda su estructura al exigir mayores costos financieros o un mayor esfuerzo de los dueños, si se quiere seguir manteniendo el negocio.

En el caso de los supermercados la cantidad que se obtiene por cada utilidad de ventas después que el supermercado ha cubierto el costo de bienes que produce y/o vende, este valor indica que las ganancias en relación con las ventas, deducidos los costos de producción de los bienes vendidos, muestran la eficiencia de las operaciones y la forma como son asignados los precios de los productos. Cuando más grande sea el margen bruto de la utilidad, será menor, pues significa que tiene un bajo costo de las mercancías que produce y/o vende cada supermercado.

### **3.2 Análisis Financiero en una Empresa de Supermercados**

Con el análisis financiero se evalúa la realidad de la situación y comportamiento de una entidad, más allá de lo claramente contable y de las leyes financieras, esto tiene carácter coherente, pues no existen dos

supermercados iguales ni en actividades, ni en tamaño, cada uno tiene las características que lo distingue y lo positivo en unos puede perjudicial para otros.

Por lo que el uso de la información contable para fines de control y planificación es un procedimiento sumamente necesario para los ejecutivos. Esta información por lo general muestra los puntos fuertes y débiles que deben ser reconocidos para adoptar acciones correctivas y los fuertes deben ser atendidos para utilizarlos como fuerzas facilitadoras en la actividad de dirección.

Aunque los estados financieros representan un registro del pasado, su estudio permite definir guías para acciones futuras. Es indiscutible que la toma de decisiones depende en algo grado de la posibilidad de que ocurran ciertos hechos futuros los cuales pueden revelarse mediante una correcta interpretación de los estados que ofrece la contabilidad.

En el caso de los supermercados, los cuales se encuentran sometidos a una constante amenaza de otras grandes cadenas de supermercados como es el caso del Jumbo y la Sirena, que han venido a ocupar un espacio importante en el gusto y la preferencia de los vevanos, han tenido que ponerse al margen de las ofertas y los buenos precios que ofrecen las nuevas opciones de supermercado, por lo que puede decirse que su flujo de efectivo puede variar considerablemente ya que tienen que competir o mantenerse en el mercado de la manera que puedan, ya sea mediante ofertas o reduciendo los precios de algunos productos.

Es posible que algunos de los supermercados de la ciudad hayan tenido que auxiliarse de préstamos bancarios para poder sobrevivir ante las amenazas

de la competencia, obligando esto a que su situación financiera se vea comprometida.

Lo cierto es el negocio de supermercados en esta ciudad es rentable, sin embargo, para que pueda tener un efecto positivo y un flujo de efectivo importante se necesita de buenos administradores, con buenas tácticas mercadológicas que conduzcan el negocio hacia la opción principal de los consumidores.

### **3.3 Formación de la Teoría Financiera de la Empresa**

La teoría financiera, descansada en hechos, comportamientos y sustentada por estudios y confirmaciones, se ha enriquecido gradualmente. Ante la variedad de enfoques y puntos de vista, se hace necesario aclarar el contenido de la teoría financiera de los supermercados, explicitando los diferentes pilares que han contribuido a su demostración.

Un análisis del proceso evolutivo de la teoría financiera de un supermercado muestra el cambio de orientación experimentado que surge de la ramificación de la teoría de los mercados de capitales para progresivamente irse convirtiendo en una teoría más positiva e institucionalista, en cuyo seno el mercado se redefine para incluir la negociación de los contratos financieros suscritos entre los individuos y el supermercado a través de la dirección de la misma: la teoría financiera de la agencia.

### **3.4 El Proceso de Acumulación de Conocimientos**

Los siete grandes bloques que constituyen el fundamento de la Economía Financiera de un supermercado son los siguientes:

Principio de valoración. La base de análisis es aportada por la teoría de la elección entre consumo e inversión. En este sentido, se observa como toda decisión de inversión es función del tipo de interés, el cual se presenta como un criterio objetivo de elección fijado por el mercado. El tipo de interés es pues, una tasa de equilibrio entre inversión productiva y asignación de recursos monetarios y además, una tasa de intercambio entre los valores monetarios futuros y presentes.

Para determinar en qué medida se crea riqueza en un supermercado, éste debe valorar todos los costos y beneficios actuales y potenciales, que supondría y combinarlos en una medida de valor del mismo. La evaluación de un proyecto de inversión no depende exclusivamente de los parámetros rentabilidad y riesgo, sino que requiere también la consideración de otros factores como la interrelación entre financiación e inversión, liquidez y riesgo, así como su aportación a la variación, al crecimiento o a la estrategia general del supermercado.

Esta lógica conduce a establecer como criterios de rentabilidad de las inversiones al valor actual neto y a la tasa de rendimiento interno, construidos ambos sobre un valor neto y a la tasa de rendimiento interno, construidos ambos sobre un valor actual a maximizar, criterios que son aplicables a inversiones en títulos-valores. Además están concebidos, originalmente, en el entorno de

mercados perfectos y eficientes. Este razonamiento permite extraer un principio de evaluación financiera: el valor actual de un activo en un supermercado es igual al valor actualizado de los flujos esperados de la posesión de dicho activo.

Ahora bien, si el gerente o administrador de un supermercado se enfrenta a una situación de riesgo o incertidumbre no puede tomar decisiones respecto al reparto del consumo en el tiempo, a los equilibrios entre inversiones productivas y monetarias, y a la valoración de activos sin estimar el riesgo y disponer de una teoría de asignación de recursos en futuro incierto.

Las herramientas estadísticas proporcionan medidas de riesgo en términos de variabilidad o volatilidad de la rentabilidad: la esperanza matemática, la varianza o desviación típica o el coeficiente de valoración. Estos instrumentos y medidas describen el riesgo y sus incidencias, pero no permiten, ante la falta de criterios objetivos, formular reglas de decisión.

La teoría de utilidad en un supermercado intenta disminuir este inconveniente al partir del supuesto de que las elecciones del agente económico se fundamentan en la utilidad del mismo, ligada de una parte a sus preferencias de consumo intertemporales y, de otra parte, al riesgo soportado sobre decisiones y consumos adoptados. La utilidad se traduce por una función que expresa una actitud hacia el riesgo, aversión, preferencia o indiferencia.

Mercados eficientes. Se dice que un mercado es eficiente si los precios formados en el mismo, reflejan de forma correcta, por completo y en todo momento toda la información disponible.

En el caso de un supermercado que se considera competitivo, el precio de un bien o servicio es tal que la oferta es igual a la demanda agregada. Este precio representa un consenso de los miembros del supermercado sobre el verdadero valor del bien o servicio basado en toda la información disponible. Si el ajuste del cambio a la nueva información es instantáneo, los cambios sucesivos de precios son independientes y arriesgados.

En un supermercado eficiente, los precios observados en cualquier momento están basados en una correcta evaluación de toda la información disponible en este momento. Semejante supermercado incluye, instantáneamente, las consecuencias de los acontecimientos pasados y refleja las expectativas sobre los acontecimientos futuros. Es imposible prever las variaciones futuras de este precio, puesto que todos los acontecimientos conocidos o anticipados ya están integrados en los precios actuales.

Cuando los supermercados son eficientes, entonces se refleja el valor actual de los flujos de caja esperados del mismo, incluyendo aquellos que se derivan de oportunidades de inversión futura. Por tanto, los supermercados eficientes tienen diversas implicaciones para la financiación empresarial, en los cuales no existen equivocaciones respecto a su función principal, además las decisiones que incrementan los beneficios pero no afectan a los flujos de caja representan un esfuerzo inútil.

La teoría de carteras. Esta aporta importantes propuestas para aclarar los conceptos de rentabilidad y riesgo. Desarrolla la idea de la diversificación de las inversiones en valores mobiliarios sobre la base de un principio general: una

cartera de acciones puede presentar un riesgo más débil que el de cada acción tomada aisladamente, mientras que el rendimiento de esta cartera es igual a la suma ponderada de los rendimientos medios de las acciones que la componen.

Esta idea implica que se puede combinar de muchas formas los títulos para constituir diferentes carteras cuyos equivalentes se sitúan sobre una frontera eficiente y la elección dependerá de la función de utilidad del inversor.

La aplicación de la teoría de carteras a la resolución de los problemas de presupuesto del capital y el análisis del mercado de valores representa importantes implicaciones para la Economía Financiera de un supermercado. Por lo que un supermercado debe evaluar sus oportunidades de inversión de la misma manera que los inversores evalúan los títulos.

El coste del capital de un supermercado no es sino el resultado de añadir a la tasa de interés sobre los activos sin riesgo una prima por el riesgo no diversificable del supermercado.

Teoría de la valoración de los activos financieros. La lógica del análisis conduce a la elaboración del modelo de precios de equilibrio de activos financieros basado en la medida de la volatilidad del título que representa una medida de riesgo relativo de una acción en relación al del mercado financiero.

Teoría de opciones. las implicaciones que del modelo de valoración de opciones se derivan para la moderna teoría financiera de un supermercado pueden resumirse en las siguientes: 1) Posibilita la valoración de títulos complejos y facilita, por tanto, el análisis de la estructura financiera al valorar las acciones y la deuda del supermercado como un tipo esencial de opciones; 2)

permite solventar algunos de los problemas que plantea la utilidad del valor actual neto en la asignación del presupuesto de capital, en especial, en lo que se refiere a los factores estratégicos no considerados cuando se procede a descontar los flujos de caja esperados; 3) plantea las bases para el estudio conjunto de la interrelación entre la planificación estratégica y el presupuesto de capital de un supermercado en específico.

El valor, la estructura financiera y el coste de capital. Paralelamente a los trabajos centrados sobre los mercados financieros y sobre la determinación del rendimiento exigido a los activos financieros, han sido numerosos los desarrollos teóricos que, asumiendo un entorno de mercado perfecto para analizar el comportamiento de los agentes económicos individuales, han concluido la independencia de las decisiones financieras de los supermercados y, tras un análisis separado de éstas, la irrelevancia de las políticas de endeudamiento y de dividendos en relación con su efecto sobre el valor del supermercado en el mercado.

En este punto, es obligatorio referirse a los trabajos seminales de Modigliani y Miller, quienes, a partir de las implicaciones del equilibrio de mercado para las políticas de endeudamiento y de dividendos, sentaron las bases para el futuro desarrollo de la moderna teoría de la Economía Financiera.

Cuando la hipótesis de mercados perfectos es relajada, el análisis de las decisiones financieras gira en torno a tres consideraciones con respecto a la naturaleza e incidencia de las imperfecciones del mercado. Primero, que en mercados imperfectos las decisiones financieras pudieran influir en la evaluación



de la empresa por el mercado, efecto valoración y que, como consecuencia, las empresas se marcan metas a las que, como objetivos a largo plazo, ajustarían sus decisiones financieras. Segundo, que los costes o restricciones del ajuste, en cuanto manifestación de las imperfecciones existentes en el mercado, pudieran ocasionar retardos, de suerte que las empresas no podrían ajustar completamente su actual estructura económico-financiera a la estructura normativa deseada, limitándose a mantener pautas de ajuste parcial. Y tercero, que las fricciones o imperfecciones de mercado pudieran dar lugar a interdependencias entre las decisiones de inversión, financiación y dividendos.

Teoría de agencia. Los desarrollados presentados hasta este momento tienden a indicar que la teoría financiera tiene, esencialmente, dos soportes o dos inspiraciones de orden general: la teoría económica y los mercados financieros. En estas condiciones, la teoría financiera de la empresa no sería sino una teoría de los mercados financieros en los cuales las empresas se percibe como un agente económico cuyas decisiones son el reflejo de comportamiento dictados y, eventualmente, sancionados por el mercado.

La empresa es una forma de organización de la producción que debe ser analizada en tanto que haya consenso entre los diferentes grupos de individuos que, estimulados por sus funciones de utilidad respectivas, eligen formas de cooperación para perseguir sus objetivos, siempre bajo la consideración del entorno. Es así como surgen y se comprenden mejor las implicaciones económico-financieras del problema de la separación entre propiedad y control.

Cuando la propiedad y el control de la empresa se encuentran separados, la dirección pudiera no identificarse con los intereses de los accionistas. Al estar, ésta, más preocupada por su propia seguridad, orienta su comportamiento hacia la satisfacción de su función de utilidad y sus decisiones hacia la búsqueda de un crecimiento sostenido de la empresa que garantice su continuidad al frente de la misma. Sin embargo, la dirección de la empresa aceptará el criterio de maximizar la riqueza de los accionistas en la medida en que los sistemas de incentivos y penalización establecidos motiven un comportamiento de sus miembros que asuma como propio el interés de los accionistas.

Desde esta perspectiva, cuando la dirección no actúa de acuerdo con dicho objetivo, debiera considerarse su conducta como una restricción y determinar el coste de oportunidad asociado a la misma. Este coste debe evaluarse por comparación con los resultados que la empresa conseguiría si la dirección tuviera como argumento principal maximizar la riqueza de los accionistas.

Hacia una teoría financiera de la agencia. A medida que la empresa ha ido dejando de ser la abstracción teórica del análisis microeconómico para convertirse en una forma de organización de la producción y mecanismo de asignación de recursos alternativos al mercado, se han ido poniendo de manifiesto circunstancias como: la interrelación entre derechos de propiedad, incentivos y comportamiento económico; la existencia de costes relacionados con el modelo elegido para gobernar las transacciones y los problemas asociados a la falta de información sobre las circunstancias relevantes de futuro. Se plantean así problemas de incertidumbre, información asimétrica, incentivos y

señalización que dentro de la empresa, se traducen en contratos incompletos, problemas de agencia, comportamientos oportunistas y relaciones de autoridad.

### **3.5 La Estructura de Capital en la Teoría Financiera de una Empresa Comercial**

Los principios de arbitraje y de equilibrio presentes en las proposiciones de Modigliani-Miller llevan a la idea de que la división del capital de una empresa entre deuda y capital accionario (su estructura de capital) no altera ni el costo de capital que ella enfrenta ni su valor de mercado. Si esto es así, dos empresas idénticas en sus elecciones reales de tecnología, mano de obra e inversión siempre tendrán el mismo valor en bolsa cualquiera que sea la estrategia financiera o el nivel de apalancamiento de cada una de ellas.

Desde el inicio se ha determinado que las proposiciones son un marco de referencia para la discusión de estructura financieras y no unos principios que deban cumplirse completamente en la práctica. Así se reconoce que elementos comunes encontrados en la realidad como ventajas tributarias para el endeudamiento, costos de quiebra, información imperfecta en los mercados financieros e inexistencia de mercados completos, pueden llevar a que la maximización del valor de las empresas no sea independiente de su estructura de capital y que por consiguiente, se pueda pensar en un nivel óptimo para dicha estructura.

### **3.6 La Teoría de Modigliani y Miller sobre la Estructura de Capital**

Franco Modigliani y Merton Miller plantearon su teoría sobre la estructura de capital en 1958, estos personajes realizaron un estudio basándose en la estructura de capital sobre el valor de la empresa.

En el principio la teoría se fundamentaba en conceptos poco creíbles, donde planteaban que si no hay impuestos, la quiebra no tiene costos, las utilidades operativas no se ven afectadas por el uso del endeudamiento; lo que conllevó a reacciones de los contrarios en cuanto a la inconsistencia de los criterios.

Sin embargo, Modigliani y Miller realizaron modificaciones a su posición inicial, quedando su teoría presentada mediante dos proposiciones sin impuestos y con impuestos. Donde en la proposición I sin impuestos, estos autores consideran que bajo determinadas hipótesis el valor de la empresa y el costo promedio ponderado de capital son independientes de la estructura financiera de la empresa. En la proposición II, plantean que la rentabilidad esperada de las acciones ordinarias de una empresa endeudada crece proporcionalmente a su grado de endeudamiento.

El hecho de que el costo de la deuda sea más bajo que el del capital accionario, se ve compensado exactamente por el costo en el incremento del capital accionario proveniente de la solicitud de fondos en préstamo. En otras palabras el cambio en los pesos de la estructura de capital tiene una compensación exacta con el cambio en el costo del capital accionario y, por lo tanto, el costo promedio ponderado de capital sigue siendo el mismo.

Luego en el 1963 la proposición de M&M fue corregida por los mismos, señalando ahora su teoría con impuestos: donde la proposición I y II indican que debido a la deducibilidad fiscal de los intereses sobre las deudas, el valor de una empresa aumentará continuamente a medida que usen más deudas y por lo tanto su valor se verá maximizado al financiarse casi totalmente con deudas. Y donde se concluye que si no existen impuestos la deuda la empresa no agrega valor para la empresa.

El valor de un supermercado podría calcularse tomando en cuenta solo el dinero que este obtendría si se vendiera todos sus activos a precios de mercado y se pagaran sus deudas, lo que generaría su valor de liquidación; sin embargo, un supermercado que mediante su actividad empresarial y gracias a dichos activos obtiene unos elevados rendimientos, sin embargo puede haber muchos activos que posee el supermercado y que no se reflejan en los balances contables ni tienen un valor en caso de liquidación.

### **3.7 Evolución de la Teoría Financiera a partir de los Supuestos de Modigliani y Miller**

En el trabajo de Miller y Modigliani, se establecen un conjunto de condiciones que soportan la hipótesis del principio de irrelevancia en la estructura de capital en el valor de una compañía, por el cual demuestran que bajo ciertos supuestos, el valor de la firma no es afectado por los instrumentos de financiamiento escogidos por la misma y por ende el costo de capital total de la firma es independiente de los mismos.

Los supuestos utilizados para la construcción de su modelo presumen la inexistencia de impuestos tanto a nivel colectivo como personal, de costos derivados de quiebras, de irregularidades de información y de problemas de agencia.

Según Modigliani y Miller, la estructura de capital de una compañía es irrelevante a la hora de financiar un proyecto de inversión. Es decir, ninguna combinación de deuda genera más valor que otra a la compañía a la hora de financiarse. Sin embargo, esta teoría fue muy criticada tanto por la escuela de economía como las escuelas de negocios. Las de economía porque encontraban difícil testear las proposiciones que se desprendían del trabajo y las de negocios, porque esta nueva teoría echaba por tierra todo el trabajo que venían desarrollando para encontrar la estructura óptima de capital.

Los supuestos usados por Modigliani y Miller para la construcción de su modelo fueron: inexistencia de impuestos a las sociedades y de personas, inexistencia de costos de quiebra, inexistencia de costos de agencia, e inexistencia de asimetría en la información. También hicieron supuestos matemáticos para trabajar el modelo con más facilidad. Del supuesto de inexistencia de costos de quiebra se sigue que la deuda tomada por una compañía o por los individuos posee una tasa única, ya que es libre de riesgo. De la inexistencia de impuestos a las sociedades y las personas se deriva que financiarse con deuda no genera ningún beneficio fiscal.

En lo relativo a la simplificación del análisis, ellos asumen que los beneficios futuros son la utilidad operativa y los flujos de efectivo a la firma son

una perpetuidad. Por ende, las emisiones de deuda serían a permanencia y todos los beneficios se distribuyen como dividendos. Esto implica que el nivel de utilidad operativa es constante, y que por ende la empresa no crecería porque no reinvertiría en sí misma. También para simplificar suponen que las empresas pueden ser agrupadas en clases, siendo la única diferencia dentro de una misma clase el tamaño de la compañía, pero no así su rendimiento. Es decir, que el precio de cada acción es proporcional al rendimiento esperado.

Modigliani y Miller hicieron una corrección a su trabajo inicial agregando el impuesto a la renta corporativa a su análisis. Igualmente, siguieron evitando incorporar el impuesto que paga el inversor por poseer acciones o cobrar dividendos, como así también el impuesto que paga la compañía al emitir acciones (Pizulli, 2008).

### **3.8 La Consecución de la Estructura Óptima de Capital y sus Consecuencias sobre el Apalancamiento y la Jerarquía Financiera en las Empresas Comerciales de Supermercados**

En relación con la estructura óptima de capital se trata también el cálculo del coeficiente de endeudamiento o apalancamiento y su efecto sobre el beneficio por acción, así como la limitación para la consecución de la estructura financiera óptima, como el riesgo de quiebra, el efecto de los costos de agencia y la teoría sobre la información asimétrica.

Un endeudamiento creciente en los supermercados produce un aumento de la probabilidad de quiebra, con graves efectos sobre el valor del mismo,

debido a que el valor actual del ahorro fiscal de la deuda es neutralizado por el incremento en el valor actual de los costes de quiebra. Además, a medida que aumenta el endeudamiento, los banqueros exigen mayores tasas de rentabilidad entrando en un conflicto que ocasiona costos debido a sus mayores exigencias de control sobre los directivos.

En cuanto a la teoría sobre la información irregular, de modo simplificador y en términos generales, supone que el vendedor posee más y mejor información que el comprador. Este planteamiento se aplica también en relación con el conflicto de agencia en las decisiones de financiación, suponiendo que el propietario o administrador de un supermercado tiene más y mejor información que el accionista o inversor influyendo sobre la estructura financiera del supermercado, lo que también puede dar lugar a la posible interpretación de señales por parte de accionistas y acreedores.

La necesidad de tener en cuenta esta posición más realista sobre la existencia de una estructura financiera óptima ha dado lugar a la teoría de la compensación, según la cual el ratio de endeudamiento es el resultado del equilibrio entre las ventajas e inconvenientes de la deuda. La Teoría de la clasificación jerárquica, que indica que la estructura financiera del supermercado es el resultado de haber seguido una jerarquía basada en la preferencia por cada una de las fuentes de financiación.



## **CONCLUSIÓN**

## CONCLUSIÓN

Luego de haber analizado la aplicación de la teoría del teorema Modigliani-Miller en el análisis financiero en una empresa comercial de supermercado han sido muchos los conocimientos que hemos adquirido con la investigación de este tema, los cuales eran desconocidos para nosotros hasta el momento.

En este sentido, con respecto a lo investigado sobre los aspectos generales de las finanzas para conocer su historia y la forma correcta de crear valor en una empresa, podemos decir que las finanzas es una rama de la economía la cual no es muy antigua. Su nombre se debe a los romanos que denominaban al dinero finus. Inicia en los años 1900, se encuentra dividida en cinco etapas y su fundador es el alemán Irving Fischer.

Para crear valor en un supermercado, éste debe tratar de ser competitivo en todo momento, no solo enfocarse en ser las mejores en el mercado, sino en ser único, donde no solo exista el precio y la calidad de los productos y servicios, sino de complacer a los consumidores más existentes, lo que se puede lograr ofreciendo descuentos y precios bajos por sus productos, sin embargo para algunos clientes precio alto significa calidad y exclusividad, por lo que para elegir la estrategia correcta que cree valor al supermercado se debe tener el oído puesto en los clientes en lo que ellos consideran que es valioso y tratar de cumplir con sus exigencias al momento de elegir el establecimiento y los productos deseados.

El teorema de Modigliani-Miller se tiene como una de las piedras angulares de las finanzas corporativas, el cual establece las condiciones bajo las cuales las decisiones financieras de una empresa no afectan a su valor. El teorema del año de 1958 ayudó principalmente a desterrar la visión ingenua del costo de capital y a entender que éste depende del uso que se hagan de sus recursos. También plantearon cómo los impuestos pueden afectar las decisiones de la estructura de capital.

En lo referente a la estructura de capital en la teoría financiera de una empresa comercial de supermercado, se podría decir que las fallas de mercado hacen que la estructura de capital perturbe al valor de los supermercados. Sin embargo, dependiendo de las características individuales de los supermercados y su entorno, unas imperfecciones serán más notables que otras y, por tanto, la estructura óptima de capital de un supermercado será aquella que comprima de forma efectiva los efectos negativos de dichas imperfecciones.

Sin embargo, ningún supermercado es igual a otro, cada uno tiene su forma distinta de ser administrado y dirigido dependiendo de la visión que tenga dicho administrador, el cual puede lograr colocarlo en una posición importante en el mercado en el cual se desarrolla o dejar que éste vaya a la deriva y perezca con el tiempo. Para que un supermercado cuente con una buena estructura de capital debe contar con una muy buena fuente de financiamiento que no perjudique el patrimonio de éste.

En cuanto al análisis financiero a una empresa comercial de supermercado, en el cual se evalúa la realidad del mismo, pudimos darnos

cuenta según lo investigado que no existen dos supermercados, ya que cada cual tiene características que lo hacen diferente. Estas tienen razones de liquidez, de endeudamiento y de rentabilidad distintas, por lo que se requiere de un buen administrador que tome decisiones correctas para conducir un supermercado a la dirección en la cual se quiera posicionar en el mercado.

Un negocio de supermercado debe tener especial atención con los estados financieros del mismo, debido a que cualquier decisión a tomar debe ser basada mediante la interpretación de los estados, los cuales serán los informes utilizados para dar a conocer la situación económica y financiera, así como también los cambios experimentado en un periodo de tiempo.

Finalmente, luego de haber analizado la aplicación de la teoría del teorema Modigliani-Miller en el análisis financiero en una empresa, podemos decir que éstos han hecho un gran aporte a lo que es la buena administración y control de una empresa. Ya que las diferentes ideas aportadas por éstos pueden ser implementadas en una empresa, en el caso nuestro un supermercado, el cual es un tipo de empresa que por la cantidad de competencia que tiene debe mantener su valor en el mercado.

Las empresas de supermercados, cada día tienen nuevas exigencias debido a la gran competitividad existente específicamente en la ciudad de La Vega, por lo que es importante que las mismas al momento de financiar tomen en consideración y muy en serio la variedad de ofertas para financiar su negocio, logrando la tasa más asequible para poder mantener el negocio fuera de peligro de quiebra.

## **BIBLIOGRAFÍA**

## BIBLIOGRAFÍA

1. Abreu, M. y Morales, J. (2005). Proporción del capital de trabajo en las empresas del sector comercial de la Bolsa Mexicana de Valores y su Impacto en las crisis económicas en México de 1990-2011. México.
2. Arévalo, M. Cedeño, R.; Cedeño, D. y Guerrero, V. (2013). Finanzas Corporativas. Universidad Técnica Estatal de Quevedo. Ecuador.
3. Bebczuk, R. (2000). Información Asimétrica en Mercados Financieros. Primera Edición, Cambridge University Press. Madrid.
4. Durán, J. (2011). Diccionario de Finanzas. Editorial del Economista. España.
5. Ehrhardt, M. y Brigham, E. (2007). Finanzas Corporativas. Cengage Learning Editores. México.
6. Gámez, D. O, Banda, T., Tirado, Z. (2006). El Capital de Trabajo: Modelos y decisiones financieras, México, IMCP.
7. Lawrence, G. (2003). Principios de Administración Financiera. Pearson Educación, México.
8. Navarro, D. (2003). Temas de Administración Financiera. Universidad Nacional de Colombia.
9. Ortega, R. (2009). Factores Determinantes de la Estructura financiera: un análisis comparativo de empresas cotizadas de la Unión Europea. Madrid.
10. Palma, L. (2010). Diccionario de Teoría Económica. Editorial del Economista, España.

11. Pizulli, D. (2008). Análisis de la Evolución de la Teoría Financiera a partir de los Supuestos de Modigliani y Miller. Universidad Católica Argentina.
12. Sepúlveda, C. (2004). Diccionario de Términos Económicos (1995). Editorial Universitaria. Chile.
13. Tanaka, G. (2005). Análisis de Estados financieros para la Toma de Decisiones. Pontificia Universidad Católica del Perú.
14. Zvi, B. y Merton, C. (2003). Finanzas. Pearson Educación. México.

### **Internet grafía**

15. Azofra, V. y Fernández, A. Evolución Reciente de la Moderna Teoría Financiera. Recopilado en fecha: 5/3/2016, en:  
<https://dialnet.unirioja.es/descarga/articulo/786119.pdf>
16. Administración de cuentas por cobrar. Recopilado en fecha: 14/3/2016, en:  
[http://datateca.unad.edu.co/contenidos/102022/VERSION\\_3\\_ACTIVIDADES\\_DEL\\_CURSO\\_102022\\_MLFD\\_Dic\\_2011/EXE\\_LEARNING\\_V3\\_MLFD\\_2011/leccin\\_9\\_administracin\\_de\\_cuentas\\_por\\_cobrar.html](http://datateca.unad.edu.co/contenidos/102022/VERSION_3_ACTIVIDADES_DEL_CURSO_102022_MLFD_Dic_2011/EXE_LEARNING_V3_MLFD_2011/leccin_9_administracin_de_cuentas_por_cobrar.html)
17. Abreu, M. y Morales, J. propensión al riesgo en la administración del capital de trabajo durante las crisis económicas en México en el período de 1990-2010 de las empresas del sector comercial de la bolsa Mexicana de Valores. Universidad Autónoma Metropolitana. Recopilado en fecha: 11/3/2016, en: <http://www.colpamex.org/Revista/Art14/59.pdf>.

18. Enciclopedia Financiera. Recopilada en: 8/3/2016, en:  
<http://www.encyclopediainanciera.com/finanzas-corporativas/costo-de-capital.htm>
19. Costo de capital promedio ponderado. Recopilado en fecha: 3/4/2016, en:  
[http://www.academia.edu/7225234/COSTO\\_DE\\_CAPITAL\\_PROMEDIO\\_PONDERADO2](http://www.academia.edu/7225234/COSTO_DE_CAPITAL_PROMEDIO_PONDERADO2)
20. Enciclopedia Financiera. Costo Marginal. Recopilado en fecha: 12/3/2016, en: <http://www.encyclopediainanciera.com/definicion-costo-marginal.html>
21. Finanzas Corporativas. Recopilado en fecha: 12/3/2016, en:  
[catarina.udlap.mx/u\\_dl\\_a/tales/documentos/lcp/.../capitulo2.pdf](http://catarina.udlap.mx/u_dl_a/tales/documentos/lcp/.../capitulo2.pdf)
22. Vieira, M. y Palomo, R. Estructura óptima de Capital. Recopilado en fecha: 2/3/16, en: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/estructura-optima-de-capital.html>.
23. Enciclopedia Financiera. <http://www.encyclopediainanciera.com/finanzas-corporativas/teorema-de-Modigliani-Miller.htm>
24. Crivellini, J. (2012). Historia de las Finanzas. Recopilado en fecha: 12/4/2016 en: <http://finanbolsa.com/2010/02/09/historia-de-las-finanzas/>
25. Universidad Nacional Abierta a Distancia. Administración de Inventarios. Recopilado en fecha: 03/5/2016, en: [http://datateca.unad.edu.co/contenidos/102022/VERSION\\_3ACTIVIDADES\\_DEL\\_CURSO\\_,102022\\_MLFD\\_Dic\\_2011/EXE\\_LEARNING\\_V3\\_MLFD\\_2011/leccin\\_8\\_administracin\\_de\\_inventarios.html](http://datateca.unad.edu.co/contenidos/102022/VERSION_3ACTIVIDADES_DEL_CURSO_,102022_MLFD_Dic_2011/EXE_LEARNING_V3_MLFD_2011/leccin_8_administracin_de_inventarios.html)