

DECISIONES DE FINANCIAMIENTO EN EMPRESAS ALTEX

El caso de la zona conurbada Veracruz-Boca del Río

(El problema y su fundamentación Teórica)

Por

Arturo García Santillán
María Cristina Soto Ibáñez
Gustavo Vergara Ruíz

agarcias@aix.ver.ucc.mx, msoto@aix.ver.ucc.mx, gvergara@aix.ver.ucc.mx

Universidad Cristóbal Colón
Veracruz
Colonia Puente Moreno.
Boca del Río, Ver.

Resumen: En este documento primeramente se analiza y discute la problemática que en materia económica ha venido afrontando México a lo largo de su devenir histórico, que estrategias ha implementado el Gobierno Mexicano para alentar las actividades de exportación, como las empresas Altex han tenido que considerar todos estos factores implicados en la situación actual con la finalidad de afrontar las decisiones de selección de sus fuentes de financiamiento. Con estos argumentos se llega a una discusión sobre los fundamentos teóricos y empíricos, que son la base para definir el modelo de estudio que se habrá de abordar en la investigación.

Palabras clave: Empresas Altex, Decisiones de financiamiento, financiamiento.

Clasificación JEL: L60, M16, G00, G21

Abstract: In this paper we analyze and discuss how México's economics problems has been facing over its history, and the strategies that it's Government' has implemented to encourage exportations activities. Therefore "Altex Firm" has been to considering these factors in order to choose the decisions of their financial funding sources. These arguments lead to theoretical and empirical discussions which are the basis for defining a theoretical model that will be research.

Keywords: Altex Firm, Funding decisions, Financing.

JEL Classification: L60, M16, G00, G21

INTRODUCCIÓN

En el presente trabajo se analiza y discute, como las empresas altamente exportadoras (Altex) han logrado financiarse en la actualidad en un país con una larga historia de altibajos económicos y profundas crisis financieras.

En México se ha atravesado por una serie de procesos inflacionarios como el señalado por Lacayo (1996) citada por Soto, Herrera y García (2007) del que menciona que la tasa de inflación alcanzó su nivel más elevado en 1987 (159.2%) y crisis financieras como la ocurrida en 1990, misma que es analizada por Moreno (2007) quién refiere, que sucedió por la acumulación de desequilibrios y la fragilidad de las finanzas públicas que se conjugaron con un ambiente económico externo desfavorable y terminaron limitando la capacidad de ajuste de la economía por una parte, y por la otra, en las economías industrializadas cayeron los niveles de ahorro, lo que provocó un fuerte incremento en las tasas de interés y por ende en el servicio de la deuda externa contratada en años anteriores, agudizando la debilidad financiera del Gobierno Mexicano.

Según Cervantes (1998) citado en el compendio realizado por Rivera y Toledo (1998) en 1970 el nivel de endeudamiento externo de las empresas se mantuvo constante y manejable, pero a partir de 1978 se desencadenó un crecimiento acelerado del endeudamiento, situación que siguió observándose hasta 1981. La deuda externa del sector privado mexicano paso de 1,833 millones de dólares en el año 1971 a 21,900 millones de dólares en 1981, es decir se observó un crecimiento del 921%, lo anterior toda vez que las empresas fueron orilladas a recurrir a fuentes de financiamiento externas, debido principalmente a:

- a) Los diferenciales entre las tasas de interés reales, existentes en el mercado mexicano y el extranjero
- b) Limitaciones del crédito en el mercado interno (existían bajas tasas de ahorro interno)
- c) La importación de bienes de capital y equipo para la renovación o expansión de sus plantas productivas

Otro argumento es que el sector exportador mexicano no contaba con la suficiente capacidad para generar divisas, lo que promovió que en el año de 1990 apareciera el decreto que apoyaba el fomento y desarrollo de las empresas no petroleras, por lo que se observa una comunión muy ligada en el gobierno de Carlos Salinas de Gortari, al fomentar el Tratado de Libre Comercio con América del Norte y la legislación a favor de las empresas altamente exportadoras (Op. cit).

Sobre el mismo punto menciona Guillen (2005) que para México el Tratado de Libre Comercio permitió un mayor acceso al mercado del socio comercial más importante. Además, representó la posibilidad de consolidar la política de apertura comercial, lo que produjo cambios profundos en la estructura del comercio exterior tanto por el cambio en los estímulos de la política económica a la planta productiva, como por la orientación del flujo de inversiones nuevas hacia sectores ligados al exterior.

EVOLUCIÓN DE LA PROBLEMÁTICA

El desarrollo de la historia económica de México se sustenta en tres momentos que se traducen en igual número de modelos. Todos reflejan un comportamiento mundial que se da entre la segunda mitad del siglo XIX y el amanecer del siglo XXI.

El primer modelo obedece al conocido como Primario-Exportador cuya cronología abarca aproximadamente entre 1850 y 1930, teniendo sus antecedentes desde comienzos del siglo XIX con el movimiento de independencia y culmina con el período de la entreguerras. Los ejes del proceso de acumulación del capital fueron el sector agropecuario y la producción minera.

Países de América Latina entre ellos México, se especializaron en la producción y exportación de productos primarios. Esto promovió un sistema productivo dual, un sector “moderno” integrado por el sector exportador desarticulado del resto de la economía y un sector “atrasado” o de “subsistencia” orientado a abastecer los mercados locales y sus necesidades de autoconsumo según Márquez (2001).

Un segundo modelo histórico aparece con el nombre de Sustitución de Importaciones entre los años de 1930 y 1982 y es condicionado por las dos guerras mundiales y la crisis de 1929, esto promovió que países como México buscaran solución de sus problemas económicos bajo este modelo. Un primer momento llamado “Sustitución de Importaciones”, es decir importaciones de manufacturas que son sustituidas por fabricación interna, se trató de producción de bienes de consumo no duraderos como textiles, alimentos, bebidas, etc., en los que se utilizaban técnicas de producción relativamente sencillas (Op. cit.).

Una segunda etapa corresponde a la producción de bienes de consumo duradero como electrodomésticos y automóviles. Es aquí cuando se da la descentralización de las actividades del centro del país, hacia la periferia con la llegada de capital preferentemente estadounidense para resolver esa necesidad tanto industrial, como económica.

El tercer modelo se conoce como Neoliberal y arranca en 1983, propiciado por la crisis de la deuda externa donde muchos países de América Latina, entre ellos México, se ven inmersos en cambios y cuyas características se fundamentaban en la apertura comercial y la desregularización financiera. La presión del Fondo Monetario Internacional, orillaron a países como México, a abrir su economía hacia el exterior y a financiar el pago del servicio de la deuda mediante la obtención de superávit en la balanza comercial, lo que se tradujo en una drástica comprensión de la capacidad de importación y de los niveles de inversión, consumo y empleo. México junto a otros países centroamericanos y del Caribe se convirtió en plataforma de exportación hacia Estados Unidos, mediante maquiladoras.

Aparece la tendencia de los tratados comerciales dentro de los cuales destaca el realizado con América del Norte, que viene a hacer una acción de estabilización y reestructuración del patrón de desarrollo de los años ochenta y cuyo objetivo fue la creación de una zona de libre comercio en América del Norte (Bizberg, 2001).

Pero la fragilidad del sistema bancario reprivatizado propició que para elevar su rentabilidad, los bancos incrementaran muy rápidamente los créditos concedidos sacrificando la verificación de la solvencia de millones de prestatarios (la cual debió ser la preocupación primaria de los reguladores bancarios), vía endeudamiento externo, al grado que el

endeudamiento externo privado llegó a 23,000 millones de dólares para 1993, aunado a que la parte sustancial de los créditos se canalizó al consumo y a actividades relacionadas con los bienes raíces.

Los créditos fondeados por la banca comercial como consecuencia de la crisis de 1994, --el llamado “error de diciembre”-- prácticamente desaparecieron las altas tasas, aunado al ya de por sí desalentador esquema de trámites y requisitos, hicieron casi prohibitivo el financiamiento por esta vía.

El gobierno de Ernesto Zedillo Ponce de León en el año de 1995, vino a consumir las acciones de la administración anterior con el apoyo categórico a las empresas altamente exportadoras (Altex), motivado por la nueva tendencia mundial de su economía, producto de la globalización.

Para 1997 se apreció la imagen de un México rehabilitado dado el auge exportador, el prepago de la mayoría del paquete de rescate, la recuperación de las reservas del Banco de México y la modesta recuperación macroeconómica del país, aunque hasta abril de 1997 los préstamos bancarios al sector privado continuaron contrayéndose a una tasa anualizada de casi 10%, lo anterior añadido a una contracción de un 20% de los préstamos entre 1994 y 1996 (Banamex 1997 citado en Rivera y Toledo 1998).

Los reguladores bancarios no hicieron nada por depurar los estados financieros de las instituciones que enfrentaban altos riesgos ante una eventual devaluación, tampoco demandaron la diversificación del portafolio de préstamos de los bancos o de los créditos tomados por compañías no financieras.

El modelo neoliberal cobijó el aumento no supervisado del crédito al consumo, el sobreendeudamiento empresarial y la contratación de crédito externo para aprovechar los diferenciales de tasas de interés.

Fue entonces cuando el Consejo Coordinador Empresarial (CCE) aceptaba que de manera sorpresiva, una serie de grandes empresas había entrado en suspensión de pagos o en

moratoria. Las causas, explica, se encuentran en los efectos de la crisis de 1995, en la falta de crecimiento económico y de créditos en el país y en la no modificación de leyes comerciales, pero también en el endeudamiento de las empresas, en la toma de decisiones precipitadas y en sus deficientes controles internos.

Es así como la situación en México y particularmente en el estado de Veracruz en materia de crecimiento económico y de financiamiento a las empresas en los años recientes, ha sido un tema de gran preocupación para el sector productivo. La banca de desarrollo en nuestro país en los años recientes ha otorgado escaso apoyo a la iniciativa privada destinando solo una quinta parte de sus recursos, agravado esto, por una disminución considerable en el apoyo otorgado en el período 2002-2003¹. De hecho la banca comercial tampoco muestra datos alentadores, en los años recientes no hay incremento sustancial en los apoyos a la iniciativa privada.

En base a lo anteriormente expuesto, podemos decir que en materia económica, el Neoliberalismo y su instrumento llamado Globalización han impactado fuertemente en México, prueba de ello son las constantes reformas que el Gobierno Federal, a partir del Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos y Canadá ha llevado a cabo. De éstas destacan los decretos que aparecen desde 1990 para apoyar las industrias orientadas a la exportación. El 3 de mayo de 1990 se decreta la creación de las Empresas Altamente Exportadoras (Altex) y los programas de Importación Temporal para Producir Artículos de Exportación (Pitex).

Posterior a ello, continúa el decreto para establecer Empresas de Comercio Exterior (Acex) en el año de 1997 y el de Fomento y Operación de la Industria Maquiladora de Exportación (Decreto Maquila) a partir del 1 de junio de 1998. Estos decretos y su aplicación han tenido sus variantes de acuerdo al momento en que se han desarrollado, el lugar donde se ubican las empresas, su naturaleza y la capacidad de responder a la diversidad de situaciones que marca el orden mundial o nacional.

¹ Recuperado en: www.inegi.org.mx/inegi/default.aspx [Consultado el 2 abril 2009].

La exportación es una actividad que le ha permitido a las empresas hacer frente al fenómeno de la globalización, y al revisar evidencia empírica en torno a cuales han sido los diversos factores que han sido determinantes para las empresas en diferentes partes del mundo, se identificaron los siguientes: el tamaño de la empresa, la edad de las personas que toman las decisiones en la empresa, el sector al que pertenecen y los problemas atribuibles al entorno, como las políticas gubernamentales, el costo del crédito, entre otros, aunado en muchos casos a la ausencia de una estrategia de competitividad que los posicione como exportadores de éxito, y que influyen decisivamente en las políticas de crecimiento de la empresa, así como del tipo de financiamiento y estructura financiera en la que ésta se apoyará.

VARIABLES IMPLICADAS:

Sobre las variables estructura financiera y estructura de capital podemos decir lo siguiente: La estructura financiera fue analizada en los trabajos de Schendel y Hofer, (1979); Kracaw, Lewwellen y Woo (1992), MacKay y Phillips (2002) quienes llegaron a la conclusión que la adopción de una estructura financiera específica depende de cómo aproveche las oportunidades de su entorno y de acuerdo al sector al que pertenecen.

La estructura de capital fue analizada en los trabajos de MacKay y Phillips (2002), Remmers *et al.* (1975), Scott y Martin (1976), Ferri y Jones (1979), Wald (1999), Tato (1991) citado por Vázquez (2002), igualmente Fazzari, Hubbard y Peterson (1988), Harris y Reaviv, (1991) y Bate (1971), Cosh y Hughes (1993), Petersen y Rajan (1994) Michaelas *et al.* (1999), Modigliani-Miller (1958), Casino y López (2003), Robson *et al* (1994), Jordan *et al.* (1998), Jordan (1998) citado por Aybar, Casino y López (2003) y Schneider Rien F.(2000) citados en Herrera *et al* (2006), en dichos trabajos estudiaron las diferencias entre la estructura de capital y los diferentes sectores a los que pertenecen y las actividades que realizan las empresas, el tamaño, edad y comportamiento de las mismas, las fluctuaciones en ventas y flujos de efectivo, la edad del tomador de decisiones y las estrategias empresariales y de diferenciación que estos adoptan de acuerdo a las asimetrías en la información que manejan en comparación con los interesados externos en la información financiera de la empresa.

El entorno de la empresa que tiene que ver con el sector al que pertenecen, el tipo de actividad que desarrollan y otros factores del entorno (institucionales, legales, macroeconómicos, etc.) analizados en los trabajos de Schendel y Hofer, (1979); Kracaw, Lewwellen y Woo (1992), MacKay y Phillips (2002), Wald (1999), Tyler (1973) citado por Getner, Gertner y Guthery (s/f) y Schneider Rien F.(2000) citados en Herrera et al (2006), de cuyas aportaciones se desprende que depende el logro de los objetivos de la empresa, de la forma en que estas aprovechan las oportunidades del entorno, sus fortalezas internas y enfrentan sus debilidades y las amenazas que se les presentan, ya que estas en ocasiones son intrínsecas al sector al que pertenecen y al país en el que desarrollan sus actividades, siendo estas determinantes de su estructura interna.

Las características de las empresas tales como tamaño y edad de la empresa son analizadas en los trabajos de Schendel y Hofer, (1979); Kracaw, Lewwellen y Woo (1992), Remmers *et al.* (1975), Scott y Martin (1976) y Ferri y Jones (1979), Wald (1999), Cosh y Hughes (1993), Petersen y Rajan (1994) Michaelas *et al.* (1999), Hall *et al.* (2000), Romano *et al.* (2000), Chittenden (1996, citado por Aybar, Casino y López 2003), Gonalves (1983) citado por Getner, Gertner y Guthery (s/f), Bonaccorsi (1992), mismas que hacen que cada empresa tome decisiones acordes a sus características y que son determinantes en las tomas de decisiones relativas a la adopción de riesgo, mejor acceso a los mercados de crédito o menores costes de transacción, políticas de pago y que inciden en la estructura financiera y/o de capital que adoptan las empresas.

La variable tomador de decisiones analizada en los trabajos de Cosh y Hughes (1993), Myers (1984), Robson *et al* (1994) y de Jordan *et al.* (1998), Jordan (1998) citado por Aybar, Casino y López (2003), Christensen, Da Rocha y Gertner (1987), Christensen, Da Rocha y Gertner (1987), Koh (1991) y Axinn (1988) citado por Sousa y Bakr (2002) concluyen que el tomador de decisiones de acuerdo con sus características personales (*su formación, percepción y la calidad y cantidad de información que manejan*) toman las decisiones que determinan las estructuras financiera y de capital de las empresas, situación contraria a los resultados presentados por Modigliani-Miller (1958) quienes refieren que en condiciones de mercados casi perfectos, la estructura de capital es irrelevante para determinar el valor de la empresa, lo que supone, que las decisiones económicas adoptadas por la empresa son independientes de su estructura de capital.

En relación a la variable exportaciones, esta fue analizada en los trabajos de Christensen, Da Rocha y Gertner (1987), Goncalves (1983) citado por Getner, Gertner y Guthery (s/f), Bonaccorsi (1992), Bauerschmidt, Sullivan, y de Gillespie (1985); Domínguez y Sequeira (1993); Koh (1991) y Axinn (1988) citados por Sousa y Bakr (2002), investigaron en relación a las prácticas de gestión de exportaciones y las percepciones de los gerentes de las actividades de exportación en cuanto a que esta actividad representaba mejores oportunidades de crecimiento que su mercado de origen con lo que obtenían un mejor rendimiento como empresa, con lo anterior podían explicar la continuidad o cese de las mismas.

INTERROGANTE DE INVESTIGACIÓN

De la revisión teórica y empírica sobre el estado de la cuestión que guarda el objeto de este estudio, ahora se desprende la siguiente interrogante:

¿Cuáles son los factores que han estado presentes en la toma de decisión por parte de los administradores o dueños de las empresas Altex ubicadas en la zona conurbada del Puerto de Veracruz, sobre la estructura financiera de dichas empresas?

De igual forma, se hace necesario sistematizar la interrogante principal, en interrogantes específicas que permitan obtener respuestas para conocer el comportamiento de las empresas Altex, en la zona conurbada de Veracruz, espacio en el que no se tiene referente de estudios de esta naturaleza que expliquen las acciones y estrategias para afrontar los cambios que se han presentado. De ahí que las interrogantes específicas del estudio son:

¿Qué proporción de administradores o dueños de las empresas Altex ubicadas en la zona conurbada del Puerto de Veracruz consideran que el tamaño de la empresa, es un factor que influye en la estructura financiera y por ende en el tipo de financiamiento en el que se apoyará?

¿Qué proporción de administradores o dueños de las empresas Altex ubicadas en la zona conurbada del Puerto de Veracruz consideran que la edad de las personas que toman las decisiones en la empresa es un factor que influye en la estructura financiera y por ende en el tipo de financiamiento en el que se apoyará?

¿Qué proporción de administradores o dueños de las empresas Altex ubicadas en la zona conurbada del Puerto de Veracruz consideran que el sector al que pertenecen es un factor que influye en la estructura financiera y por ende en el tipo de financiamiento en el que se apoyará?

¿Qué proporción de administradores o dueños de las empresas Altex ubicadas en la zona conurbada del Puerto de Veracruz consideran que los problemas atribuibles al entorno, como las políticas gubernamentales y el costo del capital son factores que influyen en la estructura financiera y por ende en el tipo de financiamiento en el que se apoyará?

¿Qué proporción de administradores o dueños de las empresas Altex ubicadas en la zona conurbada Puerto de Veracruz consideran que la estructura financiera óptima está determinada por la interacción de fuerzas competitivas (las ventajas impositivas del financiamiento con deuda y los costos de quiebra) que presionan sobre las decisiones de financiamiento?

¿Qué porcentaje de administradores o dueños de las empresas Altex ubicadas en la zona conurbada Puerto de Veracruz se financian con recursos propios?

Finalmente

¿Qué proporción de administradores jerarquizan las preferencias para la obtención de recursos en las empresas Altex ubicadas en la zona conurbada Puerto de Veracruz?

SUSTENTO TEÓRICO

Para argumentar y sustentar el desarrollo de la investigación se utilizaron las Teorías modernas de la estructura de financiamiento de las empresas, el celebre trabajo de Modigliani y Miller (1958), la Teoría del Trade-Off, la Teoría de la Agencia, la Teoría de las Asimetrías de la información, la Teoría de la Organización Industrial y la Teoría de Sistemas, así también en este trabajo se considera el Modelo de Uppsala, dado que esta Teoría es aplicable a las pequeñas y medianas empresas que inician su proceso de internacionalización y aún cuando en

este trabajo de investigación solo se enfoca a empresas exportadoras y no a empresas que hayan iniciado procesos de internacionalización, se considera relevante, ya que la premisa central del modelo dice que la empresa comienza a operar en el mercado internacional cuando aún es pequeña para luego expandirse gradualmente en todos sentidos, según refieren Johanson y Valhne (1977), quienes señalan que las empresas pasan por diversas etapas conforme van creciendo en el mercado internacional, éstas son: 1.- exportaciones irregulares, 2.- exportar mediante un agente establecido en el extranjero o exportaciones indirectas, 3.- establecer filiales comerciales y por ultimo 4.- establecimiento de filiales de producción.

ENFOQUE TEÓRICO PARTICULAR Y EL PLANTEAMIENTO DE LAS HIPÓTESIS

De acuerdo a la Teoría de la Agencia podemos precisar que los costos de agencia pertinentes en estos casos, definidos originalmente por Jensen y Meckling (1976), son aquellos provenientes de los conflictos de interés entre accionistas y administradores, y entre accionistas y acreedores. Debido a que afectan la estructura financiera de las empresas, mismos que deben ser tomados en cuenta al determinar la relación de apalancamiento óptima, además de que al plantear estos conflictos entre accionistas y administradores, resulta relevante para la presente investigación considerar su opinión con respecto al tamaño de la empresa ya que son numerosos los trabajos que han presentado evidencia empírica de la influencia que esta variable ejerce sobre la estructura financiera, con resultados no siempre acordes con los postulados teóricos que se pretendían contrastar es por esto que se plantea la siguiente hipótesis:

H₁: La mayoría de los administradores o dueños de las empresas Altex ubicadas en la zona conurbada del Puerto de Veracruz consideran que el tamaño de la empresa, es un factor que influye en la estructura financiera y por ende en el tipo de financiamiento en el que se apoyará

Otro motivo de divergencia de opiniones entre administradores o dueños de las empresas podría producirse según evidencia empírica proporcionada por los trabajos de Hall *et al.* (2000) en los que se señala que la edad influye negativamente, tanto sobre la deuda a largo plazo como sobre la de corto plazo, en tanto que los trabajos de Romano *et al.* (2000) postulan

que para las empresas de carácter familiar existe una relación positiva de la deuda con la edad de las personas que toman las decisiones es por esto que para el presente trabajo de investigación resulta relevante plantear la siguiente hipótesis:

H₂: La mayoría de administradores o dueños de las empresas Altex ubicadas en la zona conurbada del Puerto de Veracruz consideran que la edad de las personas que toman las decisiones en la empresa es un factor que influye en la estructura financiera y por ende en el tipo de financiamiento en el que se apoyará

La Teoría de la Organización Industrial estudia cómo se organizan los productores en los mercados, según Frank y Tirole (1990) mencionan que a partir de ella se ha desarrollado varias vertientes que van desde las clásicas, que resaltan el análisis a nivel de la industria, hasta las propuestas neoclásicas y estratégico-empresariales que se fundamentan en el análisis de la firma y sus características. Por su parte Porter (1979) define el grupo estratégico como un grupo de empresas en un sector industrial que desarrollan conductas similares.

Esto ha dado pie a muchos estudios que relacionan el sector al que pertenecen las empresas y la estructura financiera, una gran parte de ellos se han basado en el supuesto de que la pertenencia a un determinado sector industrial es una aproximación al riesgo del negocio, partiendo así de la base de que las empresas de un mismo sector trabajan con funciones de producción similares, enfrentan ambiente externo y condiciones económicas similares por lo que tienden a presentar similitudes en los niveles de varianza de las ventas y ganancias.

Bajo este argumento, para que la influencia de la pertenencia a un sector industrial sea relevante se debe considerar el riesgo del negocio como determinante clave de la estructura financiera de las empresas.

Las empresas pertenecientes a un determinado sector presentan similitudes con respecto a la función de producción utilizada, los tipos de garantía intrínseca en los activos, los requisitos de liquidez, el nivel medio de rentabilidad, las excepciones tributarias y otras ventajas financieras provenientes de políticas de incentivos dirigidas por el gobierno. Por esto, existe una tendencia a que las empresas pertenecientes a un mismo sector presenten estructuras financieras similares, sin dejar de lado las particularidades de cada una de ellas.

En esta línea se destaca el trabajo de MacKay y Phillips (2002) donde se examina la forma en que las diferencias en la estructura financiera entre los sectores se encuentran relacionadas con las características intrínsecas de los mismos. A pesar de que existe cierto consenso en que la pertenencia a un cierto sector económico es determinante fundamental de la estructura financiera de las empresas, observan que la evidencia empírica muestra una gran dispersión intrasectorial a nivel de estructura de capital.

Este enfoque marca la importancia de las fuerzas de equilibrio interno de la industria y establece que las empresas toman sus decisiones reales y financieras en referencia a las decisiones colectivas de la industria de referencia. Bajo este argumento, para que la influencia de la pertenencia a un sector industrial sea relevante se debe considerar el riesgo del negocio como determinante clave de la estructura financiera de las empresas es por esto que en el presente trabajo de investigación se plantea la siguiente hipótesis:

H₃: La mayoría de administradores o dueños de las empresas Altex ubicadas en la zona conurbada del Puerto de Veracruz consideran que el sector al que pertenecen es un factor que influye en la estructura financiera y por ende en el tipo de financiamiento en el que se apoyará

Según la Teoría de Sistemas, de Ludwing Von Bertalanffy, la empresa debe ser considerada como un sistema abierto, es decir como un conjunto de elementos relacionados entre sí constituyendo un todo que trabaja de manera sinérgica para la obtención de un fin común y que se desarrolla en un entorno específico con el cual mantiene un equilibrio, permitiendo esto su adaptación al medio, creando con esto una estrecha relación entre empresa y su entorno.

Esa relación de la empresa con su entorno hasta hace apenas unos pocos años era posible mantenerla con no mucho esfuerzo por parte de las empresas ya que muchas de ellas se mantenían en el mercado con estrategias poco dinámicas y con modelos de gestión basados, hasta cierto punto, en la tradición, la competencia no resultaba por demás agresiva y las ventajas competitivas que lograban alcanzar eran mantenidas sin demasiada dificultad. Sin embargo, actualmente es muy diferente, ya que el entorno ha cambiado de manera acelerada en respuesta a las necesidades de adaptación a un mercado globalizado, cada vez más competitivo

y creciente, convirtiéndose en un deber de la empresa conocer el entorno que le rodea para poder hacer frente a sus exigencias y poder obtener beneficio de ello. Estos argumentos plantean como una hipótesis interesante del presente trabajo de investigación la siguiente:

H₄: La mayoría de administradores o dueños de las empresas Altex ubicadas en la zona conurbada del Puerto de Veracruz consideran que los problemas atribuibles al entorno, como las políticas gubernamentales, el costo del crédito son factores que influyen en la estructura financiera y por ende en el tipo de financiamiento en el que se apoyará

La Teoría del Trade-Off, sugiere que la estructura financiera óptima de las empresas queda determinada por la interacción de fuerzas competitivas que presionan sobre las decisiones de financiamiento. Estas fuerzas son las ventajas impositivas del financiamiento con deuda y los costos de quiebra. Por un lado, como los intereses pagados por el endeudamiento son generalmente deducibles de la base impositiva del impuesto sobre la renta de las empresas, la solución óptima sería contratar el máximo posible de deuda.

Existen costos directos e indirectos de la quiebra. Los primeros tienen que ver con los costos legales, contables y administrativos de la liquidación o reestructura de la empresa. Teniendo en cuenta estos costos, se genera un contrapeso con efecto en el incremento del valor de la empresa, generado por el endeudamiento que detendrá esta tendencia. Con esto, y al aumentar la probabilidad de obtener resultados negativos, se genera la incertidumbre de alcanzar la protección impositiva que implicaría el endeudamiento, razón por la cual se plantea la siguiente hipótesis:

H₅: La mayoría de administradores o dueños de las empresas Altex ubicadas en la zona conurbada del Puerto de Veracruz consideran que la estructura financiera óptima está determinada por la interacción de fuerzas competitivas (las ventajas impositivas del financiamiento con deuda y los costos de quiebra) que presionan sobre las decisiones de financiamiento.

La Teoría de Asimetrías de información se basa en la idea de que aquellos agentes que actúan desde el interior de la empresa poseen mayor información sobre los flujos esperados de ingresos y las oportunidades de inversión que los que actúan desde afuera.

En un primer enfoque, desarrollado originalmente por Ross (1977), la deuda es considerada como un medio para señalar la confianza de los inversionistas en la empresa. Se establece que los administradores conocen la verdadera distribución de fondos de la empresa, mientras que los inversionistas externos no. Por lo tanto, el hecho de incrementar la deuda en la estructura de capital puede ser interpretado por parte de los inversionistas como una señal creíble de flujos elevados de fondos esperados consistente con la confianza de los administradores en un desenvolvimiento positivo de la empresa.

Myers y Majluf (1984) plantean la existencia de una interacción entre decisiones de inversión y decisiones de financiamiento. Si la empresa quiere financiar una nueva inversión con capital accionario, la subvaluación determinará que los nuevos accionistas se lleven más que el valor actual neto del proyecto, captando valor de los viejos accionistas. La teoría de financiamiento de la jerarquía de preferencias (*Pecking Order*) toma estas ideas para su desarrollo y establece que existe un orden de elección de las fuentes de financiamiento. Según los postulados de esta teoría, lo que determina la estructura financiera de las empresas es la intención de financiar nuevas inversiones, primero internamente con fondos propios, a continuación con deuda de bajo riesgo de exposición como la bancaria, posteriormente con deuda pública en el caso que ofrezca menor subvaluación que las acciones y en último lugar con nuevas acciones. Contrariamente a la teoría del *Trade-Off*, no existe un nivel objetivo de apalancamiento óptimo. Esta teoría explica porqué las empresas más rentables tienden a pedir prestado en menor medida, ya que no necesitan fondos externos para financiarse. Con base en estos argumentos se plantea la siguiente hipótesis:

H₆: La mayoría de administradores o dueños de las empresas Altex ubicadas en la zona conurbada del Puerto de Veracruz se financian con recursos propios

La teoría tradicional de la estructura financiera plantea que la estructura financiera óptima será aquella que maximice el valor de mercado de la empresa y minimice el costo del capital. Debido a razones de riesgo de negocio el costo del endeudamiento es inicialmente menor que el de los fondos propios pero ambos tienen una evolución creciente a medida que aumenta el endeudamiento de la empresa.

Esto determina que el costo total del endeudamiento sea inicialmente decreciente, debido al efecto inicial de la deuda, luego presenta un mínimo, para posteriormente crecer cuando se alcanzan niveles de endeudamiento de tal grado, que aumenta el riesgo financiero de la empresa. La estructura financiera óptima se dará en aquel punto que minimiza el costo total.

Esta estructura de no ser apropiada puede representar una restricción a las decisiones de inversión y por lo tanto, al crecimiento de la empresa.

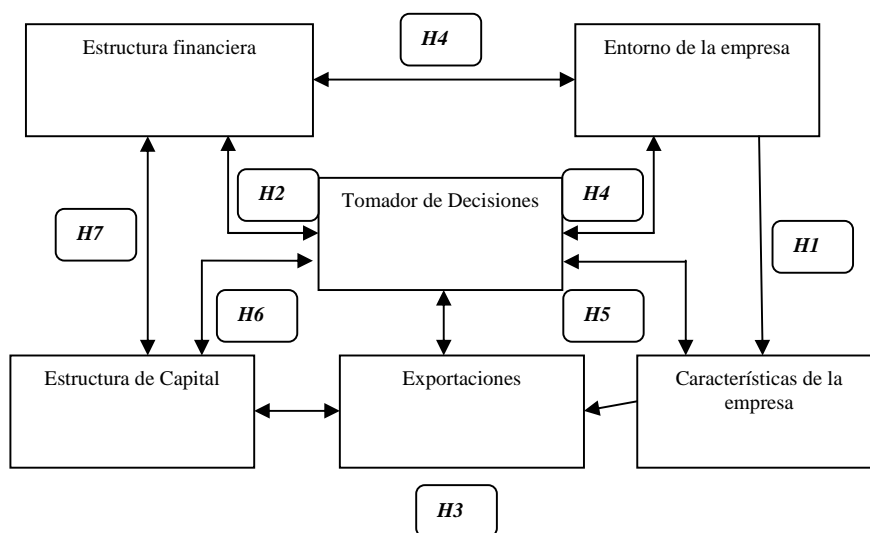
La teoría de la estructura de capital presenta un quiebre estructural con los planteamientos de Modigliani y Miller (1963). El trabajo demuestra que bajo ciertos supuestos el costo del capital promedio ponderado y el valor de la empresa son independientes de la composición de la estructura de capital de la empresa. Estos autores argumentan, que el valor de la empresa dependerá solamente de la capacidad generadora de valor de sus activos, sin importar la procedencia, ni la composición de los recursos financieros que han permitido su financiamiento. Sugieren una dicotomía entre la parte financiera y la parte real de las empresas. Esto significa que el crecimiento de la empresa y las decisiones de inversión están regidas completamente por variables reales como son productividad, demanda del producto y progreso tecnológico; y que las variables financieras son neutras e irrelevantes a la hora de determinar el valor de la empresa.

La importancia del planteamiento de Modigliani y Miller radica en que facilita la comprensión de los efectos que se producen sobre la estructura financiera cuando los supuestos iniciales son levantados. De esta forma, dejan sentadas las bases de una teoría positiva de la estructura financiera donde los equilibrios de los mercados influyen sobre las políticas óptimas de endeudamiento. Los argumentos planteados permiten que se plantee la siguiente hipótesis:

H₇: La mayoría de los administradores o dueños de las empresas Altex ubicadas en la zona conurbada del Puerto de Veracruz dan un orden de importancia a las fuentes de financiamiento y son como primera opción los recursos propios, seguidos de los externos y de estos prefieren los que representan bajo riesgo y costo sobre los que representan alto riesgo y costo.

Ahora bien, para poder visualizar la relación entre las variables implicadas en el fenómeno a estudiar, a continuación se presenta el siguiente constructo.

Modelo de Estudio



Fuente: elaboración propia

CONSIDERACIONES FINALES:

A través de esta investigación se han obtenido elementos teóricos que han ayudado a definir un modelo que integre las variables implicadas y su posible relación. Para ello se llevó a cabo una revisión de algunas teorías que ayudaron al planteamiento de las hipótesis de trabajo, mismas que con su operacionalización, se generaron indicadores e instrumentos de recolección que se utilizarán para el desarrollo del trabajo de campo respectivo. De esto último y posterior a someter a prueba dichas hipótesis, se podrá obtener evidencia empírica sobre la forma en que inciden las variables estudiadas en la estructura financiera de las empresas Altex, esto es, permitirá analizar el proceso de toma de decisiones que los administradores o dueños de las empresas Altex, llevan a cabo con respecto al financiamiento y estructura financiera de las referidas empresas.

Bibliografía

- Aybar** Arias, Casino Martínez y López García (2003) “Estrategia y estructura de capital en la PYME: Una aproximación empírica” en Estudios de Economía Aplicada, abril, año/vol. 21, número 001, pp 27-52
- Bertalanffy** Von, L. “Teoría General de los Sistemas”. Editorial Fondo de Cultura Económica. México 1976.
- Bizberg** Ilan (2001), “Siglo XX: Políticas Económica y Modernización”, pp. 141-160 en Gran Historia de México Ilustrada, el siglo XX mexicano, Planeta-CONACULTA-INAH. Vol.5. México.
- Bonaccorsi**, Andrea (1992). “On the relationship between firm size and export intensity.” *Journal of International Business Studies* 23(4):605-635.
- Christensen**, Carl H, Angela da Rocha, and Rosane Kerbel Gertner (1987). “An Empirical Investigation of the Factors Influencing the Export Success of Brazilian Firms.” *Journal of International Business Studies* 18(Fall):61-77.
- Frank**, Robert y Tirole, Jean, (1990) “La teoría de la organización industrial”, Barcelona, Ariel, pág. 41.
- Gerther** Rosana, David Gerther y Dennis Guthery; (2005), “Brazilian Exports: Non-Financial Export Performance Measurement and Their Determinants”, en Journal of International Business and Cultural Studies, Vol.2.
- Guillén** R. Arturo; (2005) “Modelos de Desarrollo y Estrategias Alternativas en América Latina”, Artículo, Universidad Autónoma Metropolitana Iztapalapa, México.
- Jensen**, M.C. y Meckling, W.H, (1976). “Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, 3 (2): 305-360.
- Johanson**, J. & J-E. Vahlne (1977): "The Internationalisation Process of the Firm - A Model of Knowledge Development and Increasing Market Commitment", *Journal of International Business Studies*, Vol. 8, 23-32.
- Koh**, A.C. 1991, ‘Relationships among organisational characteristics, marketing strategy and performance’, *International Marketing Review*, vol. 8, no. 3, pp. 46–60.

- Kracaw**, W.A.; Lewllwn, W.G.; Woo, C.Y. (1992): "Corporate Growth, Corporate Strategy and the Choice of Capital Structura", *Managerial and Decisions Economics*, vol. 13, p.p. 515-526.
- Hall**, G., P. Hutchinson and N. Michaelas (2000): "Industry effects on the Determinants of Unquoted SME's Capital Structure", *International Journal of the Economics of Business*, vol. 7, núm. 3, pp. 297-312.
- Herrera** Santiago, Limón Suárez y Soto Ibáñez, "*Fuentes de financiamiento en época de crisis*" en *Observatorio de la Economía Latinoamericana*, Número 67, septiembre 2006. en <http://www.eumed.net/cursecon/ecolat/index.htm>
- MacKay**, Peter and Phillips, Gordon M., Is There an Optimal Industry Financial Structure? (June 11, 2002). AFA 2002 Atlanta; R.H. Smith School of Business Working Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=269249> or doi:10.2139/ssrn.269249
- Márquez** Graciela (2001), "Siglo XX: Políticas Económica y Modernización", pp.81-100, en *Gran Historia de México Ilustrada, el siglo XX mexicano*, Planeta-CONACULTA-INAH. Vol.5. México.
- Michaelas, N., F. Chitenden and P. Poutziouris (1999): "Financial Policy and Capital Structure Choice in U.K. SME's: Empirical Evidence from Company Panel Data", *Small BusinessEconomics*, vol. 12, pp. 113-130.
- Modigliani**, F. y M.H. Miller (1958): "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, 48, 3, junio.
- Moreno** García Elena, (2007) "Análisis y clasificación de las explicaciones a la crisis financiera Mexicana de 1994", *Revista Eseconomía*, julio-septiembre 2007, núm. 15, pp 29-52
- Myers**, S.C. y N.S. Majluf (1984): "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have", *Journal of Financial Economics*, núm. 13, pp.187-221.
- Porter**, M.E. (1979) "How competitive forces shape strategy", *Harvard business Review*, March/April 1979
- Rivera** Ríos Miguel Ángel y Alejandro Toledo Patiño, (1998) "La economía mexicana después de la crisis del peso", México, D.F. : Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Iztapalapa : Universidad Nacional Autónoma de México, Facultad de Economía, Dirección General de Asuntos del Personal Académico, 1998.

- Romano, C.**, g. Tanewski y K Smyrnios (2000): “Capital Structure Decision Making: A Model for Family Business”, *Journal of Business Venturing*, vol. 16, pp. 285-310.
- Ross, S.** (1977). “The Determination of Financial Structure: The incentive Signalling Approach”. *Bell Journal of Economics*, num 8, pp 23-40.
- Schendel DE**, Hofer CW (eds). 1979. “*Strategic Management: A New View of Business Policy and Plannin*”g. Little, Brown: Boston, MA.
- Soto Ibáñez**, Herrera Santiago y García Santillán: “*Evolución de la banca de desarrollo rural en México y su justificación teórica*” en Observatorio de la Economía Latinoamericana, N° 89, 2007.
- Sousa**, Carlos M. P. and Bakr A. Alserhan (2002) “An Investigation into the Antecedents of the Export Performance” Literature 28th *European International Business Academy Conference* Athens, Greece,
- Vázquez A. Jesús**; (2002) “La relación entre la Estructura Financiera y la Estrategia Competitiva de la empresa desde el punto de vista del control del riesgo. Una mención especial a la estrategia de diferenciación”. *Revista Galega de Economía*, junio, año/vol.11, número 001, pp. 1-25

Referencia electrónica:

www.inegi.org.mx/inegi/default.aspx [Consultado el 2 abril 2009].