ECO

REVISTA ACADÉMICA

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

UNIVERSIDAD RAFAEL LANDÍVAR

Guatemala, julio-diciembre de 2021 (25)

ECONOMÍA, EMPRESARIALIDAD Y DESARROLLO

ISSN de la edición física: 2075-888X
ISSN de la edición digital: 2312-3818
DOI: 10.36631/ECO

Universidad Rafael Landívar

Julio-diciembre de 2021, (25)

DOI de este número: 10.36631/ECO.2021.25

ECO

REVISTA ACADÉMICA

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

ISSN de la edición física: 2075-888X · ISSN de la edición digital: 2312-3818 · DOI: 10.36631/ECO
Periodicidad semestral

Guatemala

Universidad Rafael Landívar

EDITORIAL CARA PARENS
UNIVERSIDAD RAFAEL LANDÍVAR

658.005
R454 Revista Académica ECO / Universidad Rafael Landívar, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales ; director general : Guillermo Oswaldo Díaz Castellanos-- Guatemala : Universidad Rafael Landívar, Editorial Cara Parens, 2021.

X, 66 páginas (Revista Académica ECO n.º 25), julio-diciembre de 2021)
Publicación semestral. n.º 1, 2006 –
ISSN 2075 - 888X (impresa)
ISSN 2312 - 3818 (digital)
DOI: 10.36631/ECO.2021.25

1. Administración de empresas – Publicaciones Periódicas
2. Cooperación internacional
3. Activos de capital
4. Análisis financiero
i. Díaz Castellanos, Guillermo Oswaldo, director
ii. Universidad Rafael Landívar. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. editor
iii. t.

SCDD 22

Revista Académica ECO (25)
Julio-diciembre de 2021 · DOI de este número: 10.36631/ECO.2021.25
Periodicidad semestral

ISSN de la edición física: 2075-888X
ISSN de la edición digital: 2312-3818
DOI: 10.36631/ECO

Universidad Rafael Landívar, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Universidad Rafael Landívar, Editorial Cara Parens

Se permite la reproducción total o parcial de esta obra, siempre que se cite la fuente.

D. R. ©

Editorial Cara Parens de la Universidad Rafael Landívar
Vista Hermosa III, Campus Central, zona 16, Edificio G, oficina 103
Apartado postal 39-C, ciudad de Guatemala, Guatemala 01016
PBX: (502) 2426 2626, extensiones 3158 y 3124
Correo electrónico: caraparens@url.edu.gt
Sitio electrónico: www.url.edu.gt

Revisión, edición, diseño y diagramación por la Editorial Cara Parens.

Sitio electrónico de la revista: https://dx.doi.org/10.36631/ECO

Las opiniones expresadas en cada artículo, ensayo o documento son de exclusiva responsabilidad de los autores y no necesariamente compartidas por la Universidad Rafael Landívar.

Las gráficas, tablas y figuras fueron elaboradas y proporcionadas por los autores.

REVISTA ACADÉMICA ECO (25)

Julio-diciembre de 2021
Periodicidad semestral

DIRECCIÓN GENERAL DE LA REVISTA

Dr. Guillermo Oswaldo Díaz Castellanos
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Rafael Landívar

COMITÉ EDITORIAL

Mgtr. María Antonieta Del Cid De Bonilla	Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Rafael Landívar, Guatemala
Dr. Óscar Herrera Velásquez	Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Rafael Landívar, Guatemala
Mgtr. Paola Soto Arrivillaga	Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Rafael Landívar, Guatemala

CONSEJO EDITORIAL

Ph. D. Emilio Morales	Department of Business Management, Universidad Loyola Andalucía, España
Mgtr. Italia Pineda	Universidad Autónoma Metropolitana (UAM), México
Lcdo. Samuel Pérez	Lester B. Pearson College of the Pacific Victoria, British Columbia, Canada
Mgtr. Edwin Flores	Universidad Centroamericana «José Simeón Cañas», El Salvador
Mgtr. Wilson Romero	Instituto de Investigación y Proyección sobre Economía y Sociedad Plural,Universidad Rafael Landívar, Guatemala
Mgtr. Juan Fernando Ascoli	Universidad Rafael Landívar, Guatemala

EVALUADORES EXTERNOS

Dr. Saúl Morales	Universidad Internacional Antonio de Valdivieso, Nicaragua
Mgtr. Rodrigo Asturias	Centro de Investigación para el Desarrollo
Mgtr. Julio Quijivix	Universidad de Navarra
Mgtr. Mauricio Garita	Universidad Francisco Marroquín
Lcdo. Manuel Fuentes	Universidad de Salamanca
Mgtr. Marco Morales	Universidad de las Américas Puebla

EDICIÓN

Editorial Cara Parens

CORRESPONDENCIA

Dr. Guillermo Oswaldo Díaz Castellanos
Mgtr. Paola Soto Arrivillaga
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Rafael Landívar
PBX: (502) 2426 2626, extensión 2350
godiaz@url.edu.gt
pvsoto@url.edu.gt

ÍNDICE

Carta de presentación IX

Comercio bilateral entre China y América Latina antes de la pandemia. ¿Ahora qué? 1

En búsqueda de un modelo para la evaluación del costo de capital en mercados emergentes 15

Desempeño financiero de empresas que emiten bonos corporativos 33

La situación de la empresa familiar en la región del Bajío Mexicano 47

Carta de presentación

La edición número veinticinco de la Revista Académica *ECO* es conmemorativa. Este año 2021, la Universidad Rafael Landívar celebra sesenta años de fundación. También, la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. La Revista Académica *ECO* celebra 15 años de publicación. La revista surgió en el 2006 con una periodicidad anual. En el 2013 se convirtió en una revista semestral y en el 2017 fue indexada en Latindex. Durante estos 15 años de existencia, los artículos publicados en la Revista Académica *ECO* han sido consultados por más de 100 000 estudiantes, profesores e investigadores, a nivel nacional e internacional.

Esta edición conmemorativa incluye artículos relacionados con las ciencias de economía, finanzas y administración. El primer artículo se inserta en el marco de la economía internacional y describe el comercio bilateral entre América Latina y China antes de la pandemia de la COVID-19 y cómo el surgimiento de un nuevo orden puede repercutir en la región latinoamericana.

Los artículos segundo y tercero corresponden al área financiera. El segundo contiene la aplicación del modelo CAPM para calcular el costo de capital en mercados emergentes, ajustado por prima de riesgo. El siguiente evalúa el desempeño financiero de empresas guatemaltecas que emiten bonos corporativos, con base en el modelo Dupont y el Valor Económico Agregado.

La ciencia administrativa se aborda en el cuarto artículo, que trata el tema de la empresa familiar, identificando áreas de valor para lograr una exitosa transición entre generaciones.

Confiamos que la selección de los diversos textos sea de interés y agrado del lector.

Consejo Editorial
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Alcance editorial

La *Revista Académica ECO* de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Rafael Landívar recibe artículos inéditos, que no se encuentren en proceso de evaluación o publicación por parte de otra revista, que aporten nuevo conocimiento a la disciplina, ajustándose a la versión de estilo editorial más reciente de la Asociación de Psicología Americana (APA).

Si desea postular artículos comunicarse con:

Dr. Guillermo Oswaldo Díaz Castellanos
Mgtr. Paola Soto Arrivillaga
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Rafael Landívar
PBX: (502) 2426 2626, extensión 2350
godiaz@url.edu.gt
pvsoto@url.edu.gt

Sitio electrónico de la revista: https://dx.doi.org/10.36631/ECO
Otras ediciones: http://biblio3.url.edu.gt/Revistas/ECO/ECO.php

REVISTA ACADÉMICA ECO (2021) 25: 1-13

Comercio bilateral entre China y América Latina antes de la pandemia. ¿Ahora qué?

DOI del artículo: 10.36631/ECO.2021.25.01
Artículo de reflexión

Dustin Tahisin Gómez Rodríguez
Facultad de Ciencias del Hábitat

Correo: dugomez@unisalle.edu.co

Universidad de La Salle, Colombia

Natalye Velasco Castañeda
Facultad de Ciencias del Hábitat

Correo: natalye.velasco@penguinrandomhouse.com

Universidad de La Salle, Colombia

Fecha de recepción: 5/02/2021
Fecha de aceptación: 24/2/2021

Resumen

El objetivo del artículo es realizar una breve descripción del comercio bilateral entre EE. UU. y América Latina con China antes de la pandemia y cómo el nuevo orden que se avecina puede repercutir en los países latinoamericanos. La metodología es de corte cualitativo y el método es de revisión documental por matrices. La principal conclusión es que América Latina construye relaciones heterogéneas con China. No obstante, se puede afirmar que el acercamiento entre ambos va en concordancia con el crecimiento económico impulsado por las exportaciones, el fomento a la inversión, así como una alternativa frente a los mercados internacionales de EE. UU. y la Unión Europea.

Palabras clave: comercio bilateral, cooperación, economía internacional, multilateral

PRE-PANDEMIC BILATERAL TRADE BETWEEN CHINA AND LATIN AMERICA WHAT NOW?

Reflection paper

Abstract

The purpose of this paper is to present a brief description of pre-pandemic bilateral trade of the United States and Latin America with China, and to deliberate in what ways the upcoming new order could affect Latin American countries. Its methodology is qualitative based on document reviews by matrix. The main conclusion is that Latin America is building heterogeneous relations with China. This rapprochement between the two regions is consistent with economic growth fueled by exports and promotion of investments and constitutes an alternative to US and European Union markets in the sphere of international trade.

Keywords: *bilateral trade, cooperation, international economy, multilateral*

Introducción

América Latina es un territorio con diferentes territorialidades, que histórica, geográfica, política y económicamente han soportado la presencia de diversas potencias extranjeras que se han y siguen aprovechándose de sus grandes recursos naturales, sociales a costos ambientales y humanos profundos en las diferentes sociedades que la componen (Gómez, 2021; Lo Brutto y Crivelli, 2016). *Grosso modo*, los países de este continente se han caracterizado por su precario y limitado crecimiento y desarrollo económico. Dando como resultado la pauperización de su capital humano y el aumento en la desigualdad social que ha incrementado la pobreza (Kalmanovitz, 2019; Bértola y Ocampo, 2012; Cepal, 2019).

No obstante, es un territorio que exhibe una enorme riqueza en recursos naturales: biodiversidad, agua dulce, ecosistemas, etc. De ahí, que sea un territorio «apetecido» por los intereses estratégicos tanto económicos como políticos de los EE. UU. y desde unas pocas décadas hacia el presente, por los cambios hegemónicos y geopolíticos provocados por China en el mundo (Xuetong, 2016; Boron, 2013; Lin, 2012; Bruckmann, 2012; Barrios ,2011; Estenssoro, 2010; Bruzzone, 2009; Fregapani, 2000).

Desde el inicio del siglo XXI, China ha emergido bajo una reconfiguración de la economía del mundo-capitalista. En particular, su influencia desde la cooperación económica y política, (aunque esta última menos) con varios gobiernos latinoamericanos de por medio en una relación «Cooperación Sur-Sur», no «Norte-Sur», como se ha presentado (Lo Brutto y Crivelli, 2019; Slipak y Ghiotto, 2019).

En efecto, y tomando como derrotero las líneas argumentativas de Lin y Wang (2017), la estrategia de Cooperación Sur-Sur antes mencionada que ha venido gestionando China es diferente a la lógica de Cooperación Norte-Sur. Precisamente, las dinámicas de la cooperación del gigante asiático han reflejado un nuevo modelo de colaboración que, no solamente se reduce a los acuerdos comerciales, sino que desarrolla una mixtura de inversiones, préstamos y créditos, lo que ha abierto la ventana a países con problemas financieros para poder acceder a los mercados internacionales con financiamiento (Dreher y Fuchs, 2012).

> La necesidad China de productos primario-extractivos y de ahorro de Energía y agua virtual, como así también de diversificar las fuentes de insumos relevantes como el petróleo, hacen que la región (América Latina) resulte de interés para el país oriental. Al mismo tiempo, las asimetrías comerciales, financieras,

> tecnológicas y hasta militares entre los países de ALC y China, le permiten al último sacar provecho de dichas relaciones asimétricas, lógicamente con la anuencia de las elites locales que se enriquecen a partir de este vínculo (Slipak y Ghiotto, 2019, pp. 49-50).

En consecuencia, países latinoamericanos que cuestionaron fuertemente los Consensos de Washington y de Basilea (Gómez, 2015) han intensificado sus relaciones con China. En virtud de esto, surge la oportunidad de acceder a otros mercados con diferentes relaciones contractuales que son un posible nuevo orden mundial multipolar más equitativo (Bárcenas, Prado y Pérez, 2016). Del mismo modo, (Xuetong, 2016) se plantea que la reconfiguración de la hegemonía mundial se esboza en relación con la autoridad y el liderazgo internacional con el que se muestra China como objetivo para tratar de ampliar sus aliados en su proyecto de ascenso mundial. Sin embargo, Brukmann (2012) señala que, sin estrategias competitivas de los agentes económicos como la soberanía bajo una estrategia de largo plazo, los países latinoamericanos pueden tener menos oportunidades de hacer frente a las enormes presiones entre los grandes y su repartición del mundo: China y EE. UU.

En este sentido, el objetivo del artículo es realizar una breve descripción del comercio bilateral entre EE. UU. y América Latina con China antes de la pandemia y cómo el nuevo orden que posiblemente se avecina puede repercutir en los territorios de América Latina. De igual manera, la hipótesis del documento es que a medida en que pasa el tiempo, sobre todo los países con características parecidas políticamente con China profundizarán sus relaciones bilaterales en contraposición con EE. UU.

Para lograr el objetivo del presente artículo se divide en cuatro apartados. El primero inicia con la introducción ya expuesta. Continua con breves caracterizaciones del comercio bilateral teniendo como marco teórico los postulados de (Deltas, Desmet y Facchini, 2006; Alba, Jung y Park, 2010; De Santis, De Benedictis y Vicarelli, 2005; Kowalczyk y Wonnacott, 1992) y en la ventana de observación de la última década del siglo XXI antes de la pandemia entre el gigante asiático con EE. UU. y América Latina. Prosigue con un breve análisis para responder la pregunta problema del presente escrito que es la siguiente: ¿después de la pandemia, qué posibilidades hay entre China y América Latina?; finalmente, se exponen unas breves conclusiones del ejercicio investigativo. La metodología utilizada es cualitativa y el método es de revisión documental por medio de matrices que buscan identificar la divergencias y convergencias de los autores frente a las líneas argumentativas del artículo (Gómez, Ramos y Carranza, 2017; Gómez, Carranza y Camilo, 2016).

Comerio bilateral EE. UU. - China

La literatura especializada tiende a resarcir las bondades del libre comercio internacional. No obstante, la evidencia ha demostrado que no necesariamente es así dado que las relaciones desiguales entre países, como conflictos e incluso guerras comerciales entre ellos acontecen entre las economías como por ejemplo la de China y EE. UU. Se podría afirmar que esta última se refiere al tipo de intercambio «ojo por ojo» en los aranceles entre estas dos economías (Macías, Chiatchoua y Lozano, 2020).

Decisivamente, en la primera década del año 2000, China y los Estados Unidos (EE. UU.) representan las dos economías más grandes del mundo desde la perspectiva del comercio internacional como de la inversión extranjera directa (IED) (Ornelas, 2018). El gigante asiático es el principal proveedor de importaciones de EE. UU., dejando a un lado, en segundo lugar, a su socio histórico, México, en el periodo 2000 y 2002 (Cepal, 2011; Oviedo, 2014; Slipak y Ghiotto, 2019).

Desde el punto de vista del déficit comercial entre EE. UU. y China este incrementó en 419 000 millones de dólares para el año 2018. De ahí que emergiera un conflicto comercial entre China y EE. UU. En efecto, EE. UU. ha incrementado sus aranceles en algunas importaciones provenientes de China, provocando que esta última haya respondido aumentado los aranceles de un subconjunto de importaciones de EE. UU. Este tipo de intercambios nombrados coloquialmente «ojo por ojo» en los aranceles son caracterizados como una «guerra comercial» (Estenssoro, 2019; FMI, 2019).

Retomando el FMI, para 2014 la economía China fue la mayor del mundo con 16.479 billones de dólares del PIB mundial[1] frente al 16.277 de los EE. UU (Pardo, 2014). Para el año 2017, China tuvo como resultado un PIB total (PPA) mayor a los 23 billones de dólares. Continúa la Unión Europea con 19.9 y los EE.UU., en tercer lugar, con 19.3. No obstante, el Banco Mundial afirma que China en el año 2016 era la segunda economía con un PIB de 11.199 billones de dólares detrás de los EE. UU con 18.624 billones de dólares. Con el mismo propósito y siguiendo con los datos anteriores, el PIB total del mundo era de 75.872 billones de dólares. Donde China representaba el 14.7 % de la economía del globo, mientras que los EE.UU., el 24.5 % (Banco Mundial, 2017; Central de Inteligencia Americana (CIA), 2017). Por lo tanto, los datos reflejan cómo la economía china superará a la estadounidense. Actualmente ocupa el segundo lugar en el mundo (Macías, Chiatchoua y Lozano, 2020; Ornelas, 2018).

1 Medición desde la Paridad de Poder Adquisitivo (PPA).

Comercio bilateral China - América Latina

Los intercambios de bienes y servicios entre China y América latina se han basado en pragmatismo económico. Sobre todo, desde las reformas políticas del presidente Deng Xiaoping en el año 1978. Dicho pragmatismo se basa en categorías y conceptos marxistas, ya que estos argumentos conciben a la economía como base de la superestructura política (Xuetong, 2018). De ahí, que el interés trascendental del presidente actual, Xi Jinping, parte de una visión económica que destaca la relevancia del comercio bilateral, sin injerencia de los socios en las cuestiones políticas (Crievelli y Lo Brutto, 2019).

Precisamente desde el siglo XXI, el gigante asiático se ha transformado en el segundo socio comercial de la región de América Latina y el Caribe, y el primero para países como Brasil, Chile y Perú. En particular, el comercio bilateral entre China y América Latina comenzó con 15.765 millones de dólares para el año 2001; en el año 2014 fue de 277.175 millones de dólares y, aunque hubo un decrecimiento, para el 2017 sobrepasaba los 100 mil millones de dólares, (Roldán, Castro, Pérez, Echavarría y Evan, 2016; Rosales y Kuwayama, 2012). Sin olvidar, que en el año 2015 se formalizó y se realizó el primer Foro China-CELAC (FCC), donde Xi Jinping indicó que el Estado de China aumentará su inversión en la región, en el periodo 2015-2025, la suma de 250.000 millones de dólares, algo muy alejado de las relaciones actuales entre EE. UU. y América Latina (Balderrama y Trejo, 2019; Rosales, 2019; LATINREPORTERS.com, 2015).

En virtud de los diálogos entre América Latina y China, en los años del 2001 al 2014, reflejó un hito histórico en la consolidación del comercio bilateral. Precisamente en datos, pasó de 15.765 millones de dólares en el 2001 a 277.175 millones de dólares en el 2014. Representando un crecimiento promedio de 26 % anual, una cifra llamativa si se compara el comercio de América Latina con el mundo, el cual creció solamente 10 % durante el mismo período de análisis (Roldan, et al., 2016). Desde el 2017 mostró recuperación ya que entre 2014-2017 decreció. Sin embargo, en el último año fue de un 16 %, acercándose al máximo histórico de 268.000 millones de dólares en el año 2013 (Crivelli y Lo Brutto, 2019; Cepal, 2018; Domínguez, 2018).

> China ha establecido acuerdos con los países latinoamericanos en términos comerciales, de cooperación económica, política y cultural. Sus inversiones se han colocado principalmente en infraestructura, energía, manufactura, innovación tecnológica, agricultura y tecnología de la información. Según un informe del Foro Económico Mundial, China es el principal socio de Argentina, Brasil, Chile, Perú y Uruguay, y el segundo socio de México. Desde 2003 hasta 2017 se han invertido más de 110 mil millones de dólares y, aunque en los

> últimos años las inversiones chinas en la región han mermado (mientras las de EE. UU. siguen ocupando un rol protagónico) no dejan de ser significativas (García, 2018, p. 1).

Tomando otro periodo comparativo para enriquecer el análisis, desde el año 2005 hasta el 2017 se puede afirmar que creció el financiamiento multilateral y bilateral del gigante asiático. El cual se dirigió en primer lugar a la República Bolivariana de Venezuela, con 17 préstamos que ascienden a 62.200 millones de dólares. En segundo lugar, Brasil, que recibió préstamos por un monto de 42.100 millones de dólares. En tercer lugar, Argentina por un valor de 18.200 millones de dólares, seguido por el Estado de Ecuador con 17.400 millones de dólares y, por último, el Estado plurinacional de Bolivia por un monto de 3.500 millones de dólares. Sin embargo, el financiamiento por pare del Estado chino en América Latina se redujo en los últimos años con algo así de 9.000 millones de dólares porque en China, el Development Bank y el Eximbank redujeron los préstamos a Venezuela, principalmente por la coyuntura y la guerra comercial con EE. UU. (Crivelli y Lo Brutto, 2019; Myers y Gallagher, 2018; Cepal, 2018; Domínguez, 2017).

Sin olvidar que el comercio como la inversión y el financiamiento de China en América Latina ha sido en sectores relevantes que van en sintonía con las materias primas e hidrocarburos. Acompañados de conflictos socioambientales y socioeconómicos que han generado en algunos sectores críticas frente a este proceso (Macías, Chiatchoua y Lozano, 2020; Gallagher, 2016). No obstante, las posibilidades de intercambio más justo y en reciprocidad son variables que a medida que pase el tiempo se deberán mejorar, debido principalmente a las necesidades apremiantes del continente americano de diversificar sus mercados de conocimiento y sobre todo de valor agregado en sus bienes y servicios (Nieto y Rendón ,2019; Becerra, 2013).

Posibilidades de comercio bilateral entre China y Latinoamérica después de la pandemia

En este momento se podría afirmar que existe una crisis civilizatoria o, mejor dicho, del orden establecido tanto económico como político (Maldonado, 2020 y Maldonado, 2019). En efecto, desde la segunda guerra mundial el mundo se ha regido por la potencia vencedora: EE. UU. (Stiglitz, 2020 y Stiglitz, 2012) Sin embargo, una nueva potencia está emergiendo y en consecuencia «el orden» antes mencionado cada vez es más exiguo o ha reflejado que las condiciones económicas y políticas promulgadas han sido desiguales entre EE. UU. y América Latina. Esto ha provocado que América Latina busque y abra la puerta a otros mercados como el que le presenta el país asiático: China.

> Mientras China extiende el poder blando en todo el mundo para consolidar su crecimiento y desarrollo, Estados Unidos ejerce el poder duro en zonas específicas para lograr el control geopolítico, lejos de América Latina (Contardo, 2014, p. 71).

El gigante asiático promueve la multipolarización mundial la cual no está señalada por un único país. Precisamente lo que busca es la coordinación y la democratización en lugar del conflicto para salvaguardar la paz y el desarrollo mundial. Asimismo, busca una visión de seguridad desde la confianza recíproca, salvaguardando las diferentes sociedades que hay en el mundo. Por otra parte, promueve el desarrollo económico sustentable y equilibrado, en virtud de reducir la polarización de la riqueza, así como respetar y posicionar las directrices de la Organización de la Naciones Unidas, (Xiaoping, 2014). Desde esta óptica, los países latinoamericanos que fueron mencionados en los anteriores párrafos podrían establecer relaciones más amistosas y sobre todo con vínculos comerciales más horizontales, no condicionados políticamente (Contardo, 2014; Acemuglu y Robinson, 2013).

Por otro lado, desde la década pasada, China se ha convertido en mercado de exportación por excelencia de Brasil, Argentina, República Bolivariana de Venezuela, Cuba, Chile y Perú, contribuyendo en la diversificación del comercio bilateral. Sin embargo, han sido limitadas las exportaciones por parte de Ecuador y sobre todo por Centro América. Abriendo una posibilidad de mercado para estos países y en los primeros para ampliar la cuota exportadora. Asimismo, está el caso de Costa Rica, México y Salvador donde no solo exportan a China materia prima, sino que también exportan algunos productos manufacturados con alta tecnología e innovación reflejando el proceso de Investigación y Desarrollo (García, 2018; Bacchiega, 2014).

Conclusiones

Las relaciones bilaterales entre América latina y China están permeadas inevitablemente por las relaciones del primero con EE. UU. Lo cual hace que China esté en franca competencia con EE. UU. En efecto, el aparato productivo de China en ascenso ha cambiado bastante la relación entre EE. UU. y América latina. De ahí, que se puede identificar una relación inversa, mientras el comercio bilateral es creciente entre China y América latina, con EE. UU. disminuye. Todo esto refleja que las condiciones que ostenta el gigante asiático van más en relación con las necesidades de América Latina, mientras que EE. UU. pretende mantener el «patio trasero».

La Cooperación Sur-Sur, promocionada por China, ha beneficiado un conjunto de países latinoamericanos, en virtud de que es una gran estrategia que revitaliza tanto la cooperación bilateral como multilateral en el plano mundial. De ahí, que los países en desarrollo, a juicio de los autores del presente escrito, deberían ampliar esta cooperación, dado que China promueve la dinamización y profundización de la Cooperación Sur-Sur, mientras que, hasta el momento, las relaciones Norte-Sur divulgadas por EE. UU. y la Unión Europea han contribuido a desequilibrios microeconómicos y macroeconómicos que han potencializado la ineficiencia en la distribución del ingreso en América Latina.

América Latina construye relaciones heterogéneas con China. No obstante, se puede afirmar que el acercamiento entre ambos va en concordancia con el crecimiento económico impulsado por las exportaciones, el fomento a la inversión, así como una alternativa frente a los mercados internacionales como los de EE. UU. y Europa, socios históricos que han decrecido. Acotando que América Latina en promedio exporta a China materias primas con algunas excepciones. En efecto, esto podría generar otra nueva Teoría de la Dependencia en términos de Raúl Prebisch, donde América Latina es el exportador de materia prima y China es el exportador de bienes y servicios con valor agregado. De ahí, que Latinoamérica tiene como desafío la incorporación de más conocimiento como contenido tecnológico a las exportaciones o sencillamente seguirá en las mismas. Es decir, antes exportaba materias primas a Europa y EE. UU. y ahora cambia por China.

Referencias

Acemuglu, D., y Robinson J. (2013) *Por qué fracasan los países: los orígenes del poder, la prosperidad y la pobreza*. Ed. Ariel.

Alba, J., Jung, H. y Park, D. (2010). ¿Do Hub-and-Spoke Free Trade Agreements Increase Trade? A Panel Data Analysis. *ADB Working Paper Series on Regional Economic Integration* 46, 1-24.

Bacciega, J. (2014). *Relaciones estratégicas de intercambio comercial y diplomático entre la República Popular China y América Latina*. En Las relaciones entre China y América Latina. Ed Bogado, L. pp. 105-123. Editorial Universidad Nacional de la Plata. Buenos aires: Argentina. https://bit.ly/3aMowzG

Balderrama R., y Trejo, R. (2019). Hecho en China 2015 y la autosuficiencia en nuevas tecnologías. *Revista de comercio exterior,* 4, (19),53-67.

Banco Mundial , (2017). Banco Mundial mantiene proyección de crecimiento para China en 6,5% este 2017.BM, Obtenido de : https://www.emol.com/noticias/Economia/2017/04/13/854034/Banco-Mundial-mantiene-proyeccion-de-crecimiento-para-China-en-65-este-2017.html

Banco Mundial. (2018). *BM; PIB (US$ a precios actuales).*BM. https://datos.bancomundial.org/indicador/ny.gdp.mktp.cd

Barrios, M. (2011). *Consejo latinoamericano de defensa: desafíos geopolíticos y perspectivas continentales*. Biblos. Buenos Aires: Argentina.

Bárcenas, A., Prado, M., y Pérez, R. (2016). *Relaciones económicas entre América latina y el Caribe y China Oportunidades y desafíos*. Cepal. Santiago de Chile: Chile.

Becerra, L. (2013). Hacia un marco constructivista realista para el análisis de las relaciones internacionales desde las periferias. *Colombia Internacional*. 78: (236), 79-126.

Bértola, L., y Ocampo, J. (2012). *El desarrollo económico de América Latina desde la independencia*. FCE., México.

Boron, A. (2013). *América Latina en la Geopolítica del Imperialismo*. Caracas: Ministerio del Poder Popular para la Cultura Venezuela.

Bruzzone, E. (2009). *Las Guerras del Agua*. Buenos Aires: Capital Intelectual.

Bruckmann, M. (2012). *Recursos Naturales y la Geopolítica de la Integración Sudamericana.* Quito: Editorial IAEN.

CIA. (2017). *Country ComParíson: GDP (purchasing power pa-rity).* CIA. https://bit.ly/30AYtcN Cepal. (2019). Comisión Económica para América Latina y el Caribe. *Panorama Social de América Latina 2019*. Cepal. https://bit.ly/3AKC21a

Cepal. (2018). *Comisión Económica para América Latina y el Caribe. Explorando nuevos espacios de cooperación entre América Latina y el Caribe y China.*, Santiago de Chile, Naciones Unidas.

Cepal. (2011). *Comisión Económica para América Latina y el Caribe. La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe 2010*.Documento informativo. Publicaciones ONU. Santiago de Chile: Chile.

Crivelli, E., y Lo Brutto, G. (2019). Las relaciones entre china y américa latina en la segunda década del siglo XXI. *Cuadernos del CEL, VI* :(7), 56-73.

Deltas, G., Desmet, K. y Facchini, G. (2006). Hub-and-Spoke Free Trade Areas. *Discussion paper series,* (5960), 1-33.

De Santis, R., De Benedictis, L. y Vicarelli, C. (2005). Hub-and-Spoke or Else? Free Trade Agreements in the 'Enlarged' European Union. *The European Journal of Comparative Economics*, ISAE Working Paper, 2(52), 245-260.

Dreher, A., y Fuchs, A. (2012). Rogue aid? The determinants of China's aid allocation. *Discussion Papers Courrant Research Center* (93),1-48.

Domínguez, R. (2018). China y la construcción de un régimen internacional de Cooperación Sur-Sur. *Carta Internacional* .13: (1), 38-72.

Domínguez, R. (2017). La Princesa y el Dragón: Cooperación China en América Latina y más allá. *Revista Internacional de Cooperación y Desarrollo* 2: (4), 3-27.

Estenssoro, J. (2019). América Latina frente a la creciente tensión entre China Y EE.UU. ¿Hacia Dónde va el Mundo? *Revista do servicio público* 5(1):43-58.

Estenssoro, J. (2010). Crisis ambiental y cambio climático en la política global: un tema crecientemente complejo para América Latina. *Universum*, 25: (2),57-77.

Fregapani, G. (2000). Amazónia: A Grande Cobija Internacional. Brasilia: Thesaurus.

FMI (2019). *Informes de Perspectivas de la Economía Mundial*. Fondo Monetario Internacional. https://bit.ly/3jdU7yy

Gallagher, K., (2016). The China triangle: Latin America's China boom and the fate of the Washington consensus, Oxford University Press.

García, A. (2018). *China en América Latina, según Estados Unidos.* CELAG. https://www.celag.org/china-america-latina-segun-eeuu/

Gómez, D. (2021). Sostenibilidad. *Inclusión y Desarrollo*, 8(1), 131-143.

Gómez, D., Ramos, C., y Carranza, Y. (2017). Aportes de negociadores internacionales para el crecimiento, la innovación, el emprendimiento y la competitividad de las empresas colombianas. *FACCEA*, 7(2), 157-164.

Gómez, D., Carranza, Y., y Camilo, R. (2016). Revisión documental, una herramienta para el mejoramiento de las competencias de lectura y escritura en estudiantes universitarios. *Chakiñan* (1), 46-56. https://doi.org/10.37135/chk.002.01.04

Gómez, D. (2015). Introducción al Neoliberalismo y la educación. En *Neoliberalismo y Educación*. Ed Gómez, D. Editorial Corporación Unificada de Educación Superior. Bogotá: Colombia.

Kalmanovitz, S. (2019). *Nueva historia económica de Colombia*. Editorial Penguin Random House, Bogotá: Colombia.

Kowalczyk, C. y Wonnacott, R.J. (1992). Hubs and Spokes, and Free Trade in the Americas. *NBER Working Paper,* (4198), 1-33.

LATINREPORTER. (2015). *China quiere invertir en América Latina 250.000 millones de dólares en 10 años.* Latinreporters.com. Madrid, 10 de enero de 2015. https://bit.ly/3AQoCke

Lin, J., y Wang, Y. (2017). *Going Beyond Aid, Development, Cooperation for Structural Transformation, United Kingdom.* Cambridge Press University.

Lin, J. (2012)., *New Structural Economics, A Framework for Rethinking Development and Policy, Washington D.C.* Banco Mundial.

Lo Brutto, G., y Crivelli, E. (2016). La Unión de Naciones Sudamericanas (UNASUR) en la disputa por una integración regional en América Latina. *Revista Española de Desarrollo y Cooperación*, 37: (6), 107-115.

Macías, J., Chiatchoua, C., y Lozano, M. (2020). Análisis del conflicto comercial Estados Unidos-China: Un modelo de Richardson difuso. *Revista Latinoamericana De Investigación Social, 2(3), 16-34.*

Maldonado, C. (2020). *Occidente, la civilización que nació enferma*. Editorial Desde Abajo. Bogotá: Colombia.

Maldonado, C. (2019). *Turbulencias. Sobre ciencias y otras complejidades*. Tomo 1. Editorial Universidad del Bosque. Bogotá: Colombia.

Ministerio de Relaciones Exteriores de la República Popularde China (2008). *Texto íntegro del Documento sobre la Política de China hacia América Latina y el Caribe.* MRERPC. https://bit.ly/2XmmKSx

Myers M., y Gallagher, K. (2018). *Chinese development finance «down but not out» in*

Latin Americ. The Global Americans, 30 de marzo de 2018. https://bit.ly/3non5Dq
Nieto, P., y Rendón, J. (2019). ¿Es la integración regional un vehículo para la convergencia? El caso de Mercosur 1990-2014. *Revista Finanzas y Política Económica* 11:(1),23-40.

Ornelas, R. (2018). La competencia entre Estados Unidos y China por el liderazgo mundial: Un panorama desde las inversiones extranjeras. *México y la Cuenca del Pacífico*, 7(21):53-93. https://doi.org/10.32870/mycp.v7i21.552

Pardo, P. (2015). The IMF declares China the largest economy in the world. The World, Washington, 10/8/2014. Web. June 7, 2015. Retrieved at. https://www.elmundo.es/economia/2014/10/08/54354d27268e3ee9448b4581.html

Oviedo, E. (2014*). América Latina: entre la hegemonía estadounidense y la influencia china,* Ponencia en Flacso-ISA, Joint International Conference. Global and Regional Powers in a Changing World.

Roldán, A., Castro, A., Pérez, C., Echavarría, P., y Evan, R. (2016). *La presencia de China en América Latina. Comercio, inversión y cooperación económica*. Colombia: Fundación Konrad Adenauer.

Rosales, O. (2019). El conflicto económico Estados Unidos- China. *Economía y Administración,* (173), 11-14. https://bit.ly/3AOHm3x

Rosales, O., y Kuwayama, M. (2012). China y América Latina y el Caribe. Hacia una relación económica y comercial estratégica. *CEPAL*, Santiago de Chile: Chile.

Slipak, A., y Ghiotto, L. (2019). América latina en la nueva ruta del sol. *CUADERNOS DEL CEL. IV,* (7), 26-55.

Stiglitz, J. (2020). *Capitalismo progresista. La respuesta a la era del malestar*. Taurus, Barcelona: España.

Stiglitz, J. (2012). *El precio de la desigualdad*. Taurus. Barcelona: España.

Xiaoping, S., Contardo, M., Ricardo, L. y Bachhiega, J. (2014)). Las relaciones entre China y América Latina y el Caribe. La visión estratégica del país asiático y el declive del liderazgo norteamericano en la región. En *Las relaciones entre China y América Latina.* Ed Bogado, L. pp. 57-75 Editorial Universidad Nacional de la Plata. Buenos aires: Argentina. http://www.iri.edu.ar/images/Documentos/publicaciones/relaciones_china_alatina.pdf

Xuetong, Y. (2018). Chinese Values vs. Liberalism: ¿What Ideology Will Shape the International Normative Order?, *The Chinese Journal of International Politics* .11: (1) 1-22.

Xuetong, Y. (2016). Political Leadership and Power Redistribution. *Chinese Journal of International Politics,* 9: (1), 1-26.

REVISTA ACADÉMICA ECO (2021) 25: 15-32

En búsqueda de un modelo para la evaluación del costo de capital en mercados emergentes

DOI del artículo: 10.36631/ECO.2021.25.02
Revisión de tema

Jorge Alexander Pérez Monroy
Universidad de San Carlos de Guatemala

Correo: alexblackmore@gmail.com

Fecha de recepción: 28/5/2021
Fecha de aceptación: 17/7/2021

Resumen

La diversificación de las inversiones fue una práctica común antes que Harry Markowitz publicara en 1952, en la revista Journal of Finance un artículo basado en su tesis doctoral «Portfolio Selection». Esta teoría moderna de cartera (*Modern portfolio theory*), proporciona un método de gestión de cartera, utilizando estadística básica para desarrollar un plan de cartera. El artículo plantea un modelo de conducta racional de toma de decisiones para la selección de carteras de títulos-valores con liquidez inmediata. Posteriormente, Markowitz publicó, en 1959, su libro Portfolio Selection, Efficient Diversification of Investments, en el que expone y desarrolla con mayor detalle su teoría.

La valuación de activos de capital (CAPM, *capital asset pricing model*) es una teoría básica que relaciona el rendimiento y el riesgo relevante de todos los activos, partiendo de la premisa de que el riesgo de una inversión tiene dos componentes: el riesgo diversificable y el no diversificable (Gitman & Joehnk, 2009).

El CAPM ayuda al inversionista a calcular el rendimiento que debe exigir al invertir en un activo financiero en función del riesgo asumido. El modelo funciona mejor en mercados desarrollados, donde las economías son más eficientes, existen activos sin prima de riesgo y la inflación es baja. La hipótesis del mercado eficiente, enunciada originalmente por Eugene Fama (1970), establece que el precio actual de mercado de un activo refleja toda la información

disponible que existe (histórica, pública y privada) y se ajusta rápidamente a los nuevos datos que puedan surgir, conduciendo al equilibrio en donde el precio de mercado de un título constituye una buena estimación de su precio intrínseco.

No obstante, se hace complicada la valoración de activos de capital en mercados emergentes, debido principalmente a que en estos no se observa eficiencia de mercado, ya que sus mercados de capitales no están totalmente integrados a los países desarrollados. Adicionalmente, pueden existir factores políticos y económicos que pueden afectar la aplicación del modelo (Martínez, Ledesma & Russo, 2013).

La aplicación del modelo CAPM es posible en mercados emergentes, realizando una adaptación del modelo, con ajustes a las condiciones particulares, enfocadas principalmente en las primas de riesgo país, riesgo de mercado, entre otros. Particularmente, se propone la inclusión de la tasa libre de riesgo que incorpore: expectativas de inflación; un coeficiente Beta que determine el grado de apalancamiento de la unidad de análisis; prima de riesgo de capital basada en los precios de las opciones que muestren la volatilidad implícita en el mercado bursátil; y una prima de riesgo país.

La contribución al estado del arte de la aplicación del modelo CAPM, en mercados emergentes, pretende el desarrollo de un modelo CAPM modificado, que determine el costo de capital nacionalizado para empresas guatemaltecas.

Palabras clave: Modelo de valoración de activos de capital, CAPM, tasa libre de riesgo, coeficiente Beta, prima de riesgo de capital, prima de riesgo país, coeficiente lambda

IN SEARCH OF A MODEL TO ASSESS CAPITAL COSTS IN EMERGING MARKETS

Topic revision

Abstract

The diversification of investments was a common practice before Harry Markowitz published in 1952, in the Journal of Finance an article based on his doctoral thesis "Portfolio Selection". This modern portfolio theory provides a portfolio management method, using basic statistics to develop a portfolio plan. The article proposes a model of rational decision-making behavior for the selection of securities portfolios with immediate liquidity. Markowitz published in 1959, his book Portfolio Selection, Efficient Diversification of Investments, in which he expounds and develops his theory in greater detail.

The capital asset pricing model (CAPM), a basic theory, relates the return and the relevant risk of all assets, based on the premise that the risk of an investment has two components: diversifiable risk and the non-diversifiable. (Gitman & Joehnk, 2009)

The CAPM helps the investor to calculate the return that he must demand when investing in a financial asset based on the risk assumed. The model works best in developed countries where markets are efficient, there are assets without a risk premium, and low inflation. The efficient market hypothesis, originally enunciated by Eugene Fama (1970), states the current market price of an asset reflects all the available information that exists (historical, public and private) and is quickly adjusted to new data, leading to equilibrium where the market price of a security is a good estimate of its intrinsic price.

However, the valuation of capital assets in emerging markets is complicated, mainly because they do not observe market efficiency, their capital markets are not fully integrated with developed countries. Additionally, there may be political and economic factors that may affect the application of the model. (Martínez, Ledesma & Russo, 2013)

The application of the CAPM model is possible in emerging markets by adapting the model that adjusts to particular conditions, focused on country risk premiums, market risk, among others. In particular, the inclusion of the risk-free rate is proposed that incorporates: inflation expectations; a Beta coefficient that determines the degree of

leverage of the unit of analysis; capital risk premium based on option prices showing implied volatility in the stock market; and a country risk premium.

The contribution to the state of the art of the application of the CAPM model in emerging markets aims to develop a modified CAPM model that determines the cost of nationalized capital for Guatemalan enterprises.

Keywords: *Capital asset pricing model, risk-free rate, beta coefficient, capital risk premium, country risk premium, lambda coeficient*

Introducción

El modelo de fijación de precios de activos de capital, CAPM por sus siglas en inglés (*Capital Asset Pricing Model*), fue desarrollado por los profesores de finanzas William F. Sharpe y John Lintner, usando el coeficiente Beta para relacionar formalmente los conceptos de riesgo y rendimiento. El modelo fue denominado: Valuación de activos de capital (CAPM, *capital asset pricing model*), explicando el comportamiento de los precios de títulos; además, proporciona un mecanismo por medio del cual los inversionistas pueden evaluar el impacto que produciría una inversión en valores propuesta sobre el rendimiento y riesgo de su cartera. Puede ser visto como una ecuación, en términos de primas de riesgo históricas. Es catalogado como una extensión del modelo realizado por Harry Markowitz sobre la teoría del portafolio. (Gitman & Joehnk, 2009)

El CAPM constituye un modelo básico para la estimación del costo de capital de las empresas, que es fundamental para la valoración de mercado. La determinación de un costo de capital adecuado significa hacer una elección óptima entre riesgo y rendimiento. Los supuestos que maneja el CAPM son los siguientes: los inversionistas son diversificadores eficientes; las inversiones tienen un mismo plazo; mercado de capitales perfecto; tasa de interés libre de riesgo; y, no existe inflación. (Campos, Castro, Cuy & Ferrer, 2005)

En los mercados emergentes, es normal que no se cumplan los supuestos del modelo CAPM, por lo que la primera impresión es que pueden ser erróneos los resultados del cálculo del modelo para la estimación del riesgo y rendimiento, perjudicando la valoración de activos de capital y la toma de decisiones de inversión. Algunos problemas adicionales se refieren a la falta de información estadística histórica de empresas y del mercado, dificultad para identificar los activos libres de riesgo, ausencia de un mercado de valores desarrollado y falta de un mercado financiero abierto.

La propuesta de aplicación de un CAPM modificado incluye previamente la estimación de elementos del modelo que incorporan factores económicos propios, que permiten la determinación de un costo de capital realista. Las variables por tomar en cuenta son: tasa de rendimiento para un activo libre de riesgo, riesgo de mercado (Beta), prima de riesgo de capital, prima de riesgo país y creciente Lambda (Grado de exposición al riesgo país). Una de las principales ventajas del modelo es que incorpora factores económicos de una manera simple, lo cual justifica su aplicación en la búsqueda de un costo de capital nacionalizado.

Marco referencial teórico y metodológico

En 1952, el economista Harry Max Markowitz publicó el artículo denominado Selección de Portafolio (Portfolio Selection) en el *Journal of Finance*, basado en su tesis doctoral, sobre el proceso de toma de decisiones para la selección de una cartera de inversión, enfocado en principios de diversificación y eficiencia, con el objeto de reducir el riesgo, fundamentado en la relación entre el riesgo y el rendimiento. Ese mismo año, Markowitz fue a trabajar a la Corporación RAND (Research And Development), donde con la ayuda de George Dantzig continuó investigando técnicas de optimización de carteras.

El economista William Sharpe se unió a la corporación en 1956. Markowitz fue su asesor de tesis de doctorado en la Universidad de Washington en 1961: «Modelo de Precios de Seguridad de un Solo Factor», reconocida como una versión temprana de la línea de mercado de seguridad. En 1961, Sharpe comenzó su investigación sobre una teoría de equilibrio de fijación de precios para activos de capital, lo cual dio paso al desarrollo del Modelo de Fijación de Precios de Activos de Capital, reconocido a nivel mundial como CAPM, por sus siglas en inglés (Capital Asset Pricing Model).

El modelo CAPM surgió a partir de la teoría de portafolio (conjunto de inversiones), que explica el riesgo de una inversión, mediante la existencia de una relación positiva entre riesgo y retorno. Cuando un inversionista se enfrenta a la decisión de llevar a cabo una inversión, no solo evalúa y cuantifica el riesgo asociado con la propia inversión, sino que, además, evalúa y cuantifica cómo afecta esta al conjunto de inversiones, mediante la correlación de la rentabilidad de la inversión particular con la rentabilidad esperada del mercado. (Sapag, Sapag & Sapag, 2014)

Este modelo postula que el costo de capital de los recursos propios debiera ser igual a la rentabilidad de los valores de riesgo cero, o sea, la tasa libre de riesgo, más el riesgo sistemático del mercado, lo que se denomina el Beta del sector al que pertenece la unidad de negocio que desea evaluarse, multiplicado por la prima de riesgo del mercado. Se entiende por prima de riesgo del mercado la diferencia entre la rentabilidad de la economía de un país y la tasa libre de riesgo. Para efectuar los cálculos del CAPM se necesitan estimar tres factores: tasa libre de riesgo, prima de riesgo de mercado y el riesgo sistemático del mercado (Beta). La ecuación del CAPM es la siguiente: (Sapag, Sapag & Sapag, 2014)

$$k_e = r_f + \beta\,(r_m - r_f)$$

Donde:

k_e = Costo del capital, tasa de rendimiento, tasa de descuento, costo de oportunidad

r_f = Tasa de rendimiento para un activo libre de riesgo

β = cantidad de riesgo con respecto al mercado

r_m = tasa de rendimiento del mercado

Los supuestos del CAPM son: (Campos, Castro, Cuy & Ferrer, 2005)

1. Los inversionistas son aversos al riesgo.
2. El plazo de todas las inversiones analizadas es el mismo.
3. Los inversionistas poseen expectativas homogéneas sobre la rentabilidad futura de sus inversiones y su probabilidad de obtención.
4. Se desarrolla en un mercado de capitales perfectos.
5. La tasa de interés a pagar por dinero prestado o a prestar constituye la tasa libre de riesgo.
6. No existe inflación.

El modelo anterior ha tenido diversas críticas, siendo la principal, su uso destinado para mercados desarrollados, donde los mercados de capitales son eficientes, lo que no es lo mismo para mercados emergentes. Otra crítica es que parte del supuesto de que el mercado está en equilibrio. Por lo que surge la necesidad de buscar parámetros que permitan adaptar el modelo para su uso en otros mercados. En los mercados emergentes es difícil identificar los activos libres de riesgo por diversos motivos, cambios políticos y económicos que no favorecen al mercado financiero interno; además, de que es normal que en muchos mercados emergentes carezcan de un mercado de valores desarrollado y de un mercado financiero abierto.

Estimación de los elementos del modelo

Para la aplicación del CAPM en mercados emergentes, es necesario estimar los elementos del modelo, que incorporen factores económicos propios y brinden un costo de capital realista del entorno económico, objeto de estudio.

Tasa de rendimiento para un activo libre de riesgo

Para la determinación de una tasa libre de riesgo, normalmente se usa la tasa de rendimiento de los *Treasury bonds* (T-bonds), los bonos del tesoro emitidos por el gobierno de los Estados Unidos de América, generalmente con plazos de 10 a 30 años. Los T-bonds se encuentran expresados a un valor nominal en dólares de EE. UU. (USD), por lo tanto, la tasa de rendimiento corresponde también a esa moneda; sin embargo, cada país tiene su propia institución.

Los T-bonds constituyen un activo libre de riesgo, por lo que cualquier inversionista recibirá el rendimiento esperado. Lo anterior significa que no existe variación entre el rendimiento esperado y el rendimiento real obtenido, con lo cual se puede asegurar que no existe riesgo alguno.

La tasa libre de riesgo constituye el fundamento para estimar el costo del capital social o patrimonio y el costo promedio ponderado del capital de una entidad (En inglés Weighted Average Cost of Capital, WACC). En los mercados desarrollados existe un referente exacto de un activo con una tasa libre de riesgo. La dificultad en los mercados emergentes es que es difícil encontrar un activo de tales características, el mercado local es diferente y las transacciones se realizan en moneda local diferente al dólar de EE. UU.

En Guatemala, el Ministerio de Finanzas Públicas emite «Bonos del Tesoro» para financiar el presupuesto público. Constituyen un título de valor público, un título de crédito que representa un derecho a favor de su tenedor. Las características señaladas son: valores seguros, libres de impuestos, rendimiento atractivo, alternativa de inversión, accesibilidad a personas individuales, garantía soberana (Minfin, 2021).

La duda es ¿se pueden tomar estos Bonos del Tesoro como un referente de activo libre de riesgo? La respuesta es negativa; se debe tener una calificación de riesgo país triple A (AAA), es decir, sin riesgo de incumplimiento. El Gobierno de Guatemala, en noviembre de 2020, incurrió en un impago de cupón de los Eurobonos 2026 emitidos, debido a una disputa con la empresa de distribución eléctrica TECO Guatemala Holdings que provocó el embargo de 15.75 millones de dólares por el New York Mellon Bank (Cantizzano, 2020).

Por lo anterior, suena lógico tomar como referencia los T-bonds como activos libres de riesgo; sin embargo, esta situación de diferentes monedas genera un diferencial cambiario entre el quetzal y el dólar de EE. UU. Al relacionar la tasa libre de riesgo de los T-bonds con la tasa de Bonos del Tesoro emitidos por el Gobierno de Guatemala, existe una diferencia notable, debido a la inflación esperada.

¿Por qué la tasa libre de riesgo varía de una moneda a otra? La inflación esperada es el único factor significativo que puede causar diferencias. Las monedas de alta inflación tendrán tasas libres de riesgo más altas que las monedas de baja inflación (Damodaran, 2008).

La inflación esperada es la causante de las diferencias entre la tasa libre de riesgo de un país a otro; por lo tanto, es necesario determinar la moneda en la cual se obtienen los flujos de efectivo, con el objeto de definir la tasa libre de riesgo a aplicar. Los bonos del tesoro emitidos por Guatemala no son un referente confiable de una tasa libre de riesgo; por lo tanto, se tendrá que utilizar la tasa libre de riesgo de los T-bonds de EE. UU. Pero ¿cómo resolver el problema de la inflación esperada? Para ello es preciso aumentar la tasa libre de riesgo en dólares de EE. UU. con la diferencia obtenida entre el dólar de EE.UU. y la moneda local (quetzales), con la siguiente fórmula financiera: (Damodaran, 2014)

$$TLR_{ML} = (1 + TLR_{US\$}) \frac{(1 + IE_{ML})}{(1 + IE_{US\$})} - 1$$

Donde:

TLR_{ML} = Tasa Libre de Riesgo en Moneda Local

$TLR_{US\$}$ = Tasa Libre de Riesgo en dólar estadounidense

IE_{ML} = Inflación Esperada en Moneda Local

$IE_{US\$}$ = Inflación Esperada en dólar estadounidense

Riesgo con respecto al mercado (Beta)

El coeficiente Beta es útil para los inversionistas, en vista de que ayuda a evaluar el riesgo de mercado y comprender el impacto de este en el rendimiento esperado de una acción. En otras palabras, Beta indica cómo responde un título a las fuerzas del mercado (Gitman & Joehnk, 2009).

El CAPM asume la existencia de un riesgo inamovible, que siempre se debe tomar en cuenta debido a que constituye un riesgo sistemático. Debido a la diversidad de compañías en el mundo, sería una labor titánica estudiar cada una de ellas para calcular el riesgo del mercado. El índice Standard & Poor's 500 (S&P 500) es un índice bursátil muy importante en Estados Unidos de América, en vista de que se le considera el más representativo de la situación real del mercado. Por lo

anterior, resulta muy apropiado su utilización. El coeficiente Beta de una empresa está determinado por tres variables: (1) el tipo de negocio en el que se encuentra la empresa, (2) el grado de apalancamiento operativo de la empresa y (3) el apalancamiento financiero de la empresa.

Una inversión con un Beta menor que uno significa que dicha inversión es menos riesgosa que el riesgo del mercado (como las inversiones en empresas distribuidoras de energía). Una inversión con Beta igual a cero significa que es una inversión libre de riesgo, como los bonos de tesorería de EE.UU. Por lo tanto, es importante reflexionar sobre la volatilidad que posee el sector al cual pertenece (Sapag, Sapag & Sapag, 2014)

Aswath Damodaran, profesor de finanzas en la Stern School Business de la Universidad de Nueva York, es el creador de las «Betas Damodaran», que ayudan a conocer el riesgo de un sector frente al mercado. Este ratio es comúnmente utilizado en el modelo CAPM (Capital Assets Pricing Model). Las Betas Damodaran son publicadas en enero de cada año.

El coeficiente Beta de un sector puede ser apalancado y no apalancado. El Beta apalancado (β_L) incorpora la estructura del capital del sector con los componentes deuda o capital externo y patrimonio o capital interno. El Beta no apalancado (β_U) excluye la relación deuda y patrimonio del sector. La estructura de cada empresa varía de acuerdo con el porcentaje del capital total que se encuentra financiado con capital externo y que tiene un costo financiero expresado en intereses. Por lo anterior, resulta más práctico utilizar el Beta no apalancado e incorporar la estructura específica del capital que posee la compañía y la tasa impositiva a la cual se encuentra sujeta en su país de origen.

Los autores Horváthová & Mokrišová (2014) plantean el uso de un modelo de Beta no apalancado sectorial, obtenido a partir de bases de datos de mercados desarrollados, para su aplicación en el continente americano, usando Betas Damodaran sectoriales, de los Estados Unidos de América, las cuales se encuentran en la base de Betas Damodaran. Con el coeficiente Beta no apalancado, al incluir la estructura de capital, se calcula el Beta apalancado específico de la empresa objeto de análisis. De este modo se modifica a su riesgo financiero específico. La fórmula se detalla a continuación:

$$\beta_L = \beta_U * (1 + (1 - T) * D/E$$

Donde:

β_L = Coeficiente Beta apalancado

β_U = Coeficiente Beta no apalancado

T = Tasa impositiva

D/E = Ratio deuda/capital

Prima de riesgo del capital

La tasa esperada de rendimiento del mercado constituye una medida de lo que un inversionista ganará en el futuro, al realizar una determinada inversión; asimismo, determina lo que está dispuesto a pagar por ella. El nivel de rendimiento logrado o esperado de una inversión depende de diversos factores. Los factores principales son las características internas (tipo de instrumento de inversión, calidad de su administración, financiamiento, base de clientes del emisor) y las fuerzas externas (políticas económicas, escasez, guerras, los controles de precios y los acontecimientos políticos) (Gitman & Joehnk, 2009).

La tasa esperada de rendimiento puede ser calculada a través de los rendimientos históricos, pero los rendimientos pasados no garantizan el rendimiento futuro; sin embargo, los datos pasados proporcionan con frecuencia un fundamento importante para las expectativas. No obstante, al carecer de información histórica confiable de rendimientos, se puede recurrir a las tasas de rendimiento publicadas por los principales índices bursátiles, tales como S&P 500, Nasdaq y el Dow Jones.

La tasa de rendimiento de mercado (r_m) es una variable fundamental en la gestión de riesgos y define la prima de riesgo de capital que se obtiene al restarle la tasa libre de riesgo (r_f), en la fórmula del CAPM. El resultado que se obtiene de resolver la operación matemática es la prima de riesgo de capital ($r_m - r_f$), que representa la tasa de rentabilidad atribuible a la volatilidad del mercado de valores.

De acuerdo con la relación de riesgo y rendimiento, los inversionistas exigen cierta rentabilidad por el riesgo de invertir en activos con mayor riesgo. Los determinantes de la prima al riesgo son: a) la aversión al riesgo y las preferencias de consumo; b) las percepciones del riesgo macroeconómico; y c) la incertidumbre de la información (Damodaran 2021).

Los 3 enfoques para el cálculo de la prima al riesgo son: a) enfoque de la encuesta, donde la respuesta depende de la persona encuestada y lo que realmente se le pregunte, concluyendo que este enfoque es muy subjetivo y lleno de desviaciones materiales basado en el conocimiento teórico y *expertise* de los diferentes participantes; b) el enfoque de la data histórica con resultados muy diferentes si se toma en cuenta el período objeto de evaluación y el corte realizado de los datos; y c) el enfoque de prima implícita basado en flujos de efectivo futuros o diferenciales de incumplimiento en bonos (Damodaran, 2021).

El último enfoque para estimar la prima de riesgo de capital se basa en información del mercado de opciones, debido a que sus precios se pueden utilizar para compensar la volatilidad implícita en el mercado bursátil. La prima de riesgo de capital se estima de la siguiente manera: (Damodaran 2014)

1. Para determinar la rentabilidad a largo plazo del capital en el mercado, selecciona uno de los índices bursátiles más comunes (S&P 500, Nasdaq y el Dow Jones).

2. Rendimiento promedio de los T-bonds emitidos por el gobierno de Estados Unidos de América.

3. Para determinar la prima de riesgo de capital (ERP) calcula la diferencia ($r_m - r_f$)

El procedimiento anterior se realiza con datos de un mercado de capital eficiente que opera en mercados desarrollados. Entonces, no es posible replicarlo en mercados emergentes, al menos de una forma pura, por lo que se debe adecuar a las condiciones domésticas, y para ello es necesario adicionar la prima de riesgo país.

Prima de riesgo país

Una pregunta fundamental al evaluar mercados emergentes es la siguiente: ¿Es necesario incluir una prima de riesgo adicional por las condiciones de riesgo y su calificación soberana? La respuesta depende de las siguientes circunstancias: el mercado emergente es abierto o se encuentra segmentado y la evaluación de riesgos diversificables o no diversificables.

En un mercado que se encuentra segmentado con un riesgo no diversificable, los inversores tienen un sesgo local en sus inversiones, es evidente que se debe calcular una prima de riesgo país (CRP, por sus siglas en inglés). La prima de riesgo país se estima de la siguiente manera: (Damodaran, 2014)

1. Utiliza la calificación soberana en moneda local (publicada por Moody´s)

2. Estima el margen predeterminado para la calificación publicada denominada «Diferencial de incumplimiento de país» o *spread*, sobre una tasa predeterminada de bonos libres de riesgo.

Para el cálculo de la prima de riesgo país se utiliza la fórmula siguiente:

$$CRP = Spread * \frac{Desviación\ estándar\ del\ mercado\ de\ capital\ del\ país}{Desviación\ estándar\ del\ bono\ de\ largo\ plazo\ emitido\ por\ el\ país}$$

Coeficiente Lambda

Se podría generalizar diciendo que todas las empresas tienen la misma exposición al riesgo país, en el cual se encuentran ubicadas; sin embargo, la afirmación anterior es atrevida, tomando en cuenta distintos giros de negocio y de que no todas las empresas realizan el mismo tipo de transacciones. Lo correcto es considerar que cada empresa tiene una exposición diferente al riesgo país.

En las empresas, la exposición al riesgo país se ve afectada principalmente por dónde obtiene sus ingresos y dónde ocurre su producción, pero hay una serie de

variables que también afectan esta exposición: gestión de riesgos y empresas de interés nacional. Es pertinente que exista una medida más exacta del riesgo país que incorpore todas las variables que impulsan el riesgo país en una sola medida. Por tal razón, Lambda es una medida que mide con más exactitud la exposición al riesgo país (Damodaran, 2017).

El coeficiente Lambda (λ) mide el grado de exposición de una empresa al riesgo país. Al igual que el coeficiente Beta, el Lambda tiene una escala que gira alrededor de 1. Cuando el Lambda es de valor 1, manifiesta que una empresa posee una exposición promedio al riesgo país y una Lambda por encima o por debajo de 1 indica una exposición por encima o por debajo del promedio, al riesgo país.

El factor determinante de la exposición al riesgo país de una empresa lo constituye la cantidad de ingresos que obtiene en el país de origen. Por lo anterior, una empresa que obtiene ingresos por exportaciones ¿está expuesta al riesgo país? La respuesta es afirmativa debido a que su planta de producción se encuentra en el mercado emergente y, por lo tanto, los factores políticos, legales y económicos pueden alterar el proceso productivo y la rentabilidad.

CAPM modificado

La base es la fórmula original del CAPM; sin embargo, es preciso realizar ajustes al modelo, con el propósito de adecuarlo a mercados emergentes. Las modificaciones se muestran a continuación:

$$CAPM = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

r_f = $$TLR_{ML} = (1 + TLR_{US\$}) \frac{(1 + IE_{ML})}{(1 + IE_{US\$})} - 1$$

Tasa libre de riesgo en moneda local utilizando la inflación esperada

β = Beta apalancado específico $\beta_L = \beta_U * (1 + (1 - T) * D/E$

Beta no apalancado del sector y adicionando la estructura específica del capital

$(r_m - r_f)$ = Prima de riesgo de capital (ERP) tomada de las bases de datos de Damodaran

CRP = Prima de riesgo país (CRP) tomada de las bases de datos de Damodaran

λ = Porcentaje de ingresos que provienen de ventas no locales

$$\boldsymbol{CAPM = TLR_{ML} + \beta_L * ERP + \lambda * CRP}$$

Fuente: elaboración propia

En el supuesto de una empresa productora de zapatos en Guatemala, que posee una estructura de capital del 40 % de deuda o capital externo y el 60 % de capital interno, realiza el 80 % de sus operaciones de venta en Guatemala y el 20 % de sus ingresos provienen de las exportaciones que realiza a los Estados Unidos de América. ¿Cuál sería su costo de capital para 2021?

Para resolver el cuestionamiento, se utiliza la fórmula modificada del CAPM, obteniendo los datos de las variables que sean necesarias para el mercado emergente de Guatemala y su relación con las variables del mercado eficiente más cercano, Estados Unidos de América.

$$\boldsymbol{CAPM = TLR_{ML} + \beta_L * ERP + \lambda * CRP}$$

$TLR_{ML} =$

$$TLR_{ML} = (1 + TLR_{US\$}) \frac{(1 + IE_{ML})}{(1 + IE_{US\$})} - 1$$

$TLR_{US\$} =$	2.04	https://tinyurl.com/T-BondsUS
$IE_{ML} =$	4.50	https://tinyurl.com/InflacionGUA
$IE_{US\$} =$	2.40	https://tinyurl.com/InflacionUS
$TLR_{ML} =$	**4.13**	**Tasa libre de riesgo en moneda local**
$B_L =$		$\beta_L = \beta_U * (1 + (1 - T) * D/E$
$\beta_U =$	0.94	http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/
T =	0.25	Impuesto sobre la renta para Guatemala
Deuda =	0.40	% del capital externo de la empresa de zapatos
Capital =	0.60	% del capital interno de la empresa de zapatos
$B_L =$	**1.41**	**Beta apalancado específico de la empresa de zapatos**
ERP =	**7.14**	**http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/**
λ =	**0.80**	**Porcentaje de ingresos obtenidos en Guatemala**
CRP =	**2.42**	**http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/**
$r_e =$	**16.14%**	**Costo de capital nacionalizado**

Fuente: elaboración propia con datos obtenidos de las páginas de consulta

Conclusiones

El Modelo de Fijación de Precios de Activos de Capital, reconocido a nivel mundial como CAPM, por sus siglas en inglés (Capital Asset Pricing Model), a pesar de su antigüedad y de diversas críticas que ha recibido, sigue siendo la principal herramienta financiera para la valoración del riesgo y rendimiento de los activos de capital.

La aplicación del modelo CAPM, para la evaluación del costo de capital en mercados emergentes, resulta posible por medio de la realización de una adaptación del modelo, a través de ajustes a las condiciones particulares, enfocadas principalmente en las primas de riesgo país, riesgo de mercado entre otros.

Las modificaciones realizadas a los elementos del modelo CAPM se fundamentan en la utilización de datos de Estados Unidos de América, en vista de que es el mercado desarrollado más cercano y eficiente. El objetivo fue ajustar el riesgo de mercado, complementado con la readecuación de la prima de riesgo país del mercado emergente, objeto de estudio.

Para determinar la prima de riesgo de capital se hizo uso de la información del mercado de opciones, debido a que sus precios se pueden utilizar para compensar la volatilidad implícita en el mercado bursátil, agregando el Beta apalancado, que incorpora la estructura de capital.

En vista de que no todas las empresas se encuentran expuestas al riesgo país, en la misma magnitud, el modelo utiliza un coeficiente Lambda para medir el grado de exposición al riesgo, basado en el factor determinante, que es la cantidad de ingresos que obtiene en el mercado emergente.

Las ventajas que presenta el modelo, además de su simplicidad, justifican su aplicación para la determinación de un costo de capital nacionalizado en mercados emergentes.

Referencias

Campos, S.; Castro, M.; Cuy, M. & Ferrer, G. (2005). *CAPM en mercados emergentes.* Universitat Pompeu Fabra.

Cantizzano, I. (2020). Fitch rebaja calificación de emisor Guatemala por incumplimiento. *El Economista*. https://bit.ly/3cCYG1C.

Damodaran, A. (2014). *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications.* Stern School of Business.

Damodaran, A. (2017). *Estimate a lambda for country risk.* Stern Business School.

Damodaran, A. (2021). *Implied equity risk premium update.* Stern School of Business.

Damodaran, A. (2008). *What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block.* Stern School of Business.

Gitman, L J. & Joehnk, M. (2009). *Fundamentos de inversiones.* Pearson Educación.

Horváthová, J. & Mokrišová, M. (2014). *Application of CAPM for the evaluation of cost of equity.* Exclusive e-Journal.

Markowitz, H. (1952). *Portfolio selection.* The Journal of Finance.

Markowitz, H. (1959). *Portfolio selection. Efficient diversification of investments.* Yale University.

Markowitz, M. (1999). *The early history of portfolio theory: 1600-1960.* Financial Analysts Journal.

Martínez, C. E.; Ledesma, J. S.; & Russo, A. O. (2013). *Particularidades del modelo de fijación de precios de activos de capital (CAPM) en mercados emergentes.* Universidad Nacional de Quilmes.

Minfin. (2021). *Bonos del Tesoro para pequeños inversionistas.* Ministerio de Finanzas Públicas.

Romero Moreno, C. (2010). *La teoría moderna del portafolio. Un ensayo sobre sus formulaciones originales y sus repercusiones contemporáneas.* Universidad Externado.

Sapag,N.; Sapag, R.; & Sapag, J. M. (2014). *Preparación y evaluación de proyectos.* McGraw Hill Education.

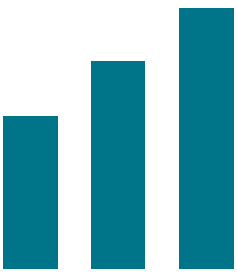
Sharpe, W. F. (1964). Precios de capital de los activos: una teoría del equilibrio del mercado en condiciones de riesgo. *Revista de Finanzas*.

Mendizábal,A.; Miera, L. M. & Zubia, M. (2002). *El modelo Markowitz en la gestión de carteras.*Universidad del País Vasco.

REVISTA ACADÉMICA ECO (2021) 25: 33-45

Desempeño financiero de empresas que emiten bonos corporativos

DOI del artículo: 10.36631/ECO.2021.25.03
Artículo de reflexión



Guillermo Díaz
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Universidad Rafael Landívar

Correo: godiaz@url.edu.gt

Fecha de recepción: 4/6/2021
Fecha de aceptación: 23/7/2021

Resumen

En el presente artículo se realiza un análisis del desempeño financiero de una muestra de diez empresas guatemaltecas, emisoras de bonos corporativos en el mercado nacional e internacional. Para el análisis se utilizaron los métodos EVA y Dupont. Los resultados indican que la mayoría de empresas generan valor y que el mismo es producto de estrategias basadas en margen y volumen.

Palabras clave: EVA, valor económico agregado, Dupont, desempeño financiero, rentabilidad de capital

FINANCIAL PERFORMANCE IN FIRMS THAT ISSUE CORPORATE BONDS

Reflection paper

Abstract

This article presents an analysis of the financial performance of a group of ten Guatemalan firms that issue corporate bonds both for the national and international markets. For this analysis, the EVA and Dupont were used. Results indicated that most of these companies generate value as a result of strategies based on margin and volume

Keywords: *EVA, added economic value, Dupont, financial performance, capital yield*

Introducción

En el ámbito financiero, las empresas, en general, miden su desempeño con base en el monto de ganancias obtenidas en el año contable o calendario, en comparación con el anterior. También suelen utilizar el indicador de rentabilidad sobre capital, para tal fin. En el primer caso, el énfasis está en obtener un monto mayor cada año y, en el segundo, en obtener una tasa de rentabilidad igual o mayor que la del año previo o la del sector en que se compite. La importancia de la generación de ganancias es tal que en el mercado de capitales se utiliza la relación precio/ganancias para determinar el precio hipotético de la misma (Gitman y Joehnk, 2009).

Si bien la obtención de ganancias y la rentabilidad son indicadores adecuados para medir el desempeño financiero de una empresa, también es importante conocer si las ganancias que se generan reditúan el costo del capital utilizado en su generación, si generan valor y cómo se generan dichas ganancias. En el primer caso, el Valor Económico Agregado (EVA) es útil para conocer si el beneficio económico es mayor que el costo del capital invertido. En el segundo, el método Dupont es útil para desglosar la obtención de la rentabilidad, a través de sus tres componentes: margen, eficiencia (rotación de activos) y apalancamiento (estructura del balance). En la práctica, el método Dupont permite saber si la rentabilidad es resultado de un modelo de negocio de margen, de volumen o de la estructura financiera (Quemada, 2016).

En este artículo se utiliza el método del EVA y el de Dupont para evaluar el desempeño financiero de empresas guatemaltecas emisoras de bonos corporativos en mercados internacionales. Ambos métodos han sido utilizados en estudios o investigaciones similares a la que se presenta en esta ocasión. Entre ellos se puede citar los de Godoy, Acero y Rivero (2011), para el sector de alimentos y bebidas de Colombia; el de Tellez (205), para empresas que cotizan en la bolsa de valores de México; el de Arellanos (2016), para empresas industriales de Perú y el de Valdés, Martínez y Beltrán (2020), para el caso de Cemex en México. Una investigación relevante para la presente es la realizada por Quichimbo (2019), porque utilizó ambos métodos para analizar la rentabilidad de cooperativas de ahorro y crédito de Ecuador.

El análisis de desempeño financiero que se realiza en este artículo utiliza ambos métodos porque se consideran complementarios. El primero, como ya se dijo, indica cuanto valor genera la empresa, mientras que el segundo revela las fuentes de dicho valor o modelo de negocio.

Método

El EVA es un método creado por Stern Stewart & Co y constituye una estimación de la creación o destrucción de valor de la empresa. Mide si las ganancias son suficientes para cubrir el costo del capital empleado en generarlas. El EVA puede ser estimado con base en las siguientes dos ecuaciones (Desai y Ferri, 2006):

$$EVA = Utilidad\ operativa\ neta - (Costo\ de\ capital\ X\ Capital)$$

$$EVA = (ROE - costo\ de\ capital) * Capital$$

El EVA, como indicador de evaluación del desempeño financiero, es superior a otros, como el de la rentabilidad de capital o el Dupont, porque evalúa la rentabilidad económica y no la rentabilidad contable. La primera se basa en generación de flujos de caja y la segunda en datos contables, que pueden tener un costo asignado o no, mientras que los recursos utilizados en producir los flujos de caja tienen un costo económico de oportunidad. En consecuencia, la creación de valor o rentabilidad económica se asocia a un nivel de riesgo (Bonilla, 2010).

El método Dupont permite evaluar el rendimiento sobre los activos y sobre el capital, dando al inversionista, accionista o gerente la oportunidad de analizar cómo mejorar la rentabilidad. El método combina indicadores financieros del balance general y del estado de resultados, como lo son rendimiento sobre activos y rendimiento sobre capital, utilizando el grado de apalancamiento financiero (García, 2014).

Siguiendo a Granel (2020), el método Dupont permite analizar la rentabilidad de una empresa que usa indicadores tradicionales de desempeño, a través de la siguiente fórmula:

$$ROE = \frac{Ingreso\ neto}{Ventas} X \frac{Ventas}{Activos} X \frac{Activos}{Capital}$$

La primera expresión de la anterior ecuación (ingreso neto/ventas) constituye el margen de utilidad y es útil para conocer qué porcentaje de las ventas se convierten en ganancias. El segundo elemento (ventas/activos) es la rotación de activos y es un indicador de eficiencia del uso de los mismos, en el sentido de medir su productividad para generar ventas. El aumento de dicho indicador significa que la empresa es más eficiente en gestionar sus recursos. El tercer indicador del método Dupont es el de apalancamiento e indica la cantidad de recursos externos que utiliza la empresa para financiar sus operaciones; entre mayor sea dicho índice más contribuye a aumentar la rentabilidad sobre capital, ya que este se utiliza menos en el financiamiento de la empresa (Westreicher, 2020).

Datos

Las empresas seleccionadas para evaluar su desempeño financiero fueron diez, de las cuales cinco emitieron bonos corporativos en el mercado internacional entre 2010 y 2012 y las otras cinco los emitieron en el mercado nacional entre 2014 y 2015. Al respecto, para el análisis comparativo se asume indiferencia en relación al período de tiempo de la emisión. De las cinco empresas que emitieron bonos en el mercado internacional, dos fueron industriales, siendo estas Cementos Progreso y CBC, esta última dedicada a la manufactura de bebidas carbonatadas; dos fueron bancos, Industrial y De los Trabajadores, y una fue de servicios de telefonía, Tigo. De las cinco empresas que emitieron bonos en el mercado nacional, dos fueron financieras, emisoras de tarjetas de crédito: Conticredit y Credomatic; dos agroindustriales, San Diego y Hulatex, y una inmobiliaria, Inversiones Preferentes.

En los cinco casos de las empresas emisoras en mercados internacionales de deuda, el prospecto de la emisión de los bonos se registró en la bolsa de valores de Luxemburgo, de donde se obtuvo acceso a dicho documento que contiene los estados financieros, para calcular los indicadores de Dupont y el EVA. En el cuadro 1 se presentan los datos de las cuentas bancarias utilizadas para el cálculo del Dupont y el EVA. En dicho anexo se puede observar que la empresa más grande, según monto de los activos y ventas, es Banco Industrial, con valores de Q50 000 y Q1 615 millones, respectivamente, para el año 2010. La segunda empresa más grande según valor de los activos fue banco De los Trabajadores, con Q9 623 millones en 2012, seguido de Tigo, con Q1 241 millones en ese año.

Tabla 1

Valores de cuentas contables para el cálculo del Dupont y el EVA

Cuenta. Valores en millones de quetzales	Cementos Progreso	CBC	Tigo	Bantrab	Industrial
	2012	2012	2012	2012	2010
Utilidad	90.3	39.2	438.3	131.1	763.3
Ventas	507.7	1 092.6	1 111.5	1 542.9	1 614.9
Activo	1 161.1	1 006.7	1 241.0	9 623.8	50 064.8
Deuda	481.1	746.8	712.8	8 796.1	45 686.1
Capital	680.0	260.0	528.2	827.7	4 378.7

Fuente: elaboración propia, con base en datos de la bolsa de valores de Luxemburgo.

En el caso de las cinco emisoras en el mercado nacional, los datos de los estados financieros se obtuvieron de los prospectos publicados en la Bolsa Nacional de Valores. Los datos de las cuentas contables de estas empresas se presentan en el cuadro 2. En este grupo, también las empresas financieras fueron las más grandes según monto de activos y ventas. La mayor fue Credomatic con activos de Q3 260 millones y ventas de Q1 367 millones en 2016.

Tabla 2

Valores de cuentas contables para el cálculo del Dupont y el EVA

Cuenta. Valores en millones de quetzales	San Diego	GYT Conticredit	Credomatic	Inversiones referentes	Hulatex
	2015	2015	2015	2015	2015
Utilidad	1.535263	54.22178	446.3886	3.281789	3.568017
Ventas	4.011075	158.7857	1303.024	3.084914	3.765991
Activo	75.83135	566.6527	3458.86	41.774717	44.327057
Deuda	0.387635	438.7575	2381.571	0.089092	0.135027
Capital	75.443715	127.8952	1077.289	41.685625	44.19203

Fuente: elaboración propia, con base en datos de la Bolsa de Valores Nacional.

Para el cálculo del costo de capital propio, se utilizó la tasa de interés de los bonos de Estados Unidos a 30 años plazo y la tasa de EMBI para Guatemala, como prima de riesgo. Ambas variables referidas a 2012. La primera a ese año registró un valor de 2.8 % en promedio y la segunda, de 3.7 %. En consecuencia, el costo del capital propio fue estimado en 6.5 % anual. Para ambas muestras de empresas se utilizó el mismo costo de capital propio, porque no se consideró necesario calcular ajuste por riesgo cambiario, debido a la estabilidad del tipo de cambio del quetzal respecto al dólar. El costo del capital ajeno o deuda fue estimado para cada empresa con base en los gastos de intereses y el monto de endeudamiento. Dicho costo osciló entre 2 % y 12 %. El costo ponderado de capital fue la suma de ambos costos multiplicado cada uno por el respectivo porcentaje de financiamiento. Dicho costo difiere para cada empresa y fluctuó ente 3 % y 10 %.

Resultados

El cálculo del EVA revela que todas las empresas creaban valor en el año previo y en el de la emisión de los bonos corporativos en el mercado internacional (ver cuadro 3). Las empresas que más EVA crearon en términos absolutos fueron Banco Industrial y Tigo, ambas empresas de servicios, la primera financieros y la segunda de telecomunicaciones. Las empresas que menos EVA generaron en valor absoluto fueron las industriales, CBC y Cementos Progreso.

El EVA, como porcentaje que mide cuánto supera el costo ponderado de capital, fue mayor en la empresa Tigo, con una tasa promedio de casi 70 % en cada uno en los años 2011 y 2012. La empresa CBC fue la que obtuvo el menor porcentaje, de alrededor de 6 % en promedio en dichos años. Lo anterior significa que fue la empresa Tigo la que más EVA creó en relación al capital invertido, es decir, la que mejor remuneró a los accionistas.

Tabla 3

Cálculo del Valor Económico Agregado (EVA)

	Cementos Progreso	CBC	Tigo	Bantrab	Banco Industrial
Variables	2012	2012	2012	2012	2010
Costo ponderado de capital (A)	4.6 %	3.4 %	4.1 %	5.2 %	2.7 %
Rentabilidad sobre capital (B)	13.3 %	15.1 %	83.0 %	15.8 %	17.4 %
Capital (C)	680.0	260.0	528.2	827.7	4,378.7
EVA en porcentaje (D= B-A)	8.7 %	11.7 %	78.8 %	10.7 %	14.7 %
EVA en millones de quetzales (D*C)	59.3	30.4	416.4	88.3	644.0

Fuente: elaboración propia, con base en datos del cuadro 1.

En el caso de las empresas que emitieron bonos corporativos en el mercado nacional, los resultados, mostrados en el cuadro 4, indican que fueron las empresas financieras las que más EVA crearon. Credomatic fue la que generó más EVA, con un monto promedio de Q350 millones entre los años 2015 y 2016. Ambas empresas fueron también las que obtuvieron mayor EVA como porcentaje del capital. Las empresas Inversiones Preferentes y Hulatex escasamente crearon EVA, mientras que la empresa San Diego destruyó valor para sus accionistas en los años 2015 y 2016.

Tabla 4

Cálculo del Valor Económico Agregado (EVA)

	San Diego	GYT Conticredit	Credomatic	Inversiones Preferentes	Hulatex
Variables	2015	2015	2015	2015	2015
Costo ponderado de capital (A)	6.6 %	9.7 %	4.7 %	6.5 %	6.5 %
Rentabilidad sobre capital (B)	2.0 %	42.4 %	41.4 %	7.9 %	8.1 %
Capital (C)	75.4	127.9	1 077.3	41.7	4.2
EVA en porcentaje (D= B-A)	-4.6 %	32.7 %	36.7 %	1.4 %	1.6 %
EVA en monto (D*C)	-3.5	41.9	395.3	0.6	0.7

Fuente: elaboración propia, con base en datos del cuadro 2.

Los cálculos del índice Dupont muestran diferencias en la obtención de las ganancias, por consiguiente, del EVA de las empresas. En las emisoras de deuda corporativa internacional se observa, en el cuadro 5, que el modelo de creación de valor y de rentabilidad en Tigo y Banco Industrial se basa en apalancamiento y margen sobre ventas. En el caso del Banco de los Trabajadores también se basa en apalancamiento, por ser banco como el Industrial, pero a diferencia de este, el segundo factor importante en la generación de valor es la rotación de activos. En las empresas industriales, Cementos Progreso y CBC, la rentabilidad y creación de valor se fundamenta en rotación de activos y apalancamiento. Tigo es una empresa que también utiliza el apalancamiento para mejorar sus indicadores de rentabilidad y creación de valor. Es por tal razón que es la empresa con mayor rentabilidad y EVA.

Tabla 5

Cálculo del índice Dupont

	Cementos Progreso	CBC	Tigo	Bantrab	Banco Industrial
Variables	2012	2012	2012	2012	2010
Utilidad/ ventas	17.8 %	3.6 %	39.4 %	8.5 %	47.3 %
Ventas/ active	43.7 %	108.5 %	89.6 %	16.0 %	3.2 %
Deuda/ active	41.4 %	74.2 %	57.4 %	91.4 %	91.3 %
ROA	7.8 %	3.9 %	35.3 %	1.4 %	1.5 %
ROE	13.3 %	15.1 %	83.0 %	15.8 %	17.4 %

Fuente: elaboración propia, con base en datos del cuadro 1.

En las empresas emisoras en el mercado de deuda nacional, el índice Dupont muestra, en el cuadro 6, que las empresas no financieras, San Diego, Inversiones Preferentes y Hulatex, basan su rentabilidad y creación de valor en el margen sobre ventas. Las empresas financieras, Credomatic y GYT Conticredit, lo basan en el apalancamiento, conforme a su naturaleza de negocio, y lo combinan con margen y rotación de activos.

Tabla 6

Cálculo del índice Dupont

	San Diego	GYT Conticredit	Credomatic	Inversiones Preferentes	Hulatex
Variables	2015	2015	2015	2015	2015
Utilidad/ventas	38.3 %	34.1 %	34.3 %	106.4 %	94.7 %
Ventas/active	5.3 %	28.0 %	37.7 %	7.4 %	8.5 %
Deuda/active	0.5 %	77.4 %	68.9 %	0.2 %	0.3 %
ROA	2.0 %	9.6 %	12.9 %	7.9 %	8.0 %
ROE	2.0 %	42.4 %	41.4 %	7.9 %	8.1 %

Fuente: elaboración propia, con base en datos del cuadro 2.

Discusión

En un análisis comparativo realizado entre las diez empresas analizadas, los resultados revelan que las empresas emisoras de bonos corporativos en el mercado internacional crearon más EVA y obtuvieron mejor rentabilidad, que las empresas emisoras en el mercado nacional. De hecho, en este último grupo hubo una empresa, San Diego, que destruyó valor y dos, Inversiones Preferentes y Hulatex, apenas crearon.

Comparado con estudios realizados en Colombia (Escobar, 2008; Pabón, Bastos y Mogrovejo, 2015) y Costa Rica (Alfaro, Castillo y Gutiérrez, 2011) en el sector industrial las empresas guatemaltecas analizadas muestran mejor desempeño en términos del EVA respecto a las empresas colombianas, porque la mayoría crearon valor, mientras que las empresas colombianas analizadas destruyeron valor. Con relación a las empresas costarricenses la situación es similar, dado que estas también crearon valor. En el caso de las empresas financieras, también se observa similitud respecto a cooperativas de ahorro y crédito de Ecuador (Quichimbo, 2019), en lo que respecta a obtener un EVA positivo. El mismo también es similar como porcentaje del capital, alrededor de 12 %. Lo mismo se observa en el caso de la empresa Cementos Progreso, con relación a una empresa cementera de la India (Valli, 2016), respecto al EVA como porcentaje del capital, que en ambos casos se sitúa alrededor de 8 %.

Respecto al índice Dupont, la comparación con empresas industriales de Perú (Arellanos, 2016) y de Colombia (Godoy, Acero y Rivera, 2011) muestra similitudes, en especial con la empresa CBC, respecto a margen sobre ventas. En ambos países dicho indicador es menor a 5 %. En el caso de la empresa Cementos Progreso, la comparación con un estudio para Cemex (Valdés, Martínez y Beltrán, 2020) muestra un menor margen sobre ventas en esta empresa, de 18 % contra 6 %, respectivamente, y similar nivel de apalancamiento y de rotación de activos, de alrededor de 45 %, en ambas empresas.

Conclusiones

Las empresas pueden generar ganancias contables y rentabilidad sobre capital, pero no generar valor o hacerlo en monto insuficiente, como se evidenció con algunas empresas analizadas en este artículo.

De la muestra de diez empresas analizadas, se determinó que las cinco que emitieron bonos en el mercado internacional de deuda generaron mayor valor económico agregado que las cinco emisoras en el mercado nacional. Las primeras también evidenciaron mejor desempeño financiero según el método Dupont.

El análisis de desempeño financiero con los métodos EVA y Dupont es útil para que las empresas conozcan el monto y fuentes de creación de valor o su rentabilidad, en lo que respecta a un modelo de negocios basado en margen o volumen.

Referencias

Alfaro, D., Castillo, J. y Gutiérrez, N. (2011). Análisis de la creación de valor económico para empresas del sector textil. *TEC Empresarial*, 1, (5), 41-48.

Arellanos, M. (2016). Evaluación del desempeño financiero del sector de empresas industriales peruanas, período 2010-2014. *Revista Ex Cathedra en negocios*, 1 (1), 18-28.

Bonilla, F. (2010). El valor económico agregado (EVA) en el valor del negocio. *Revista Nacional de Administración*, 1, (1), 55-70.

Desai, M. y Ferri, F. (2006). *Understanding Economic Value Added*. Harvard Business School.

Escobar, G. (2008). Las empresas de alimentos de Manizales generan ganancias pero destruyen valor económico agregado (EVA). *Anfora*, 15, (25), 317-336.

García, O. (2014). Fórmula Dupont y su rentabilidad, vista desde la óptica administrativa. *Inquietud empresarial*, XIV, (2), 89-113.

Gitman, L. y Joenhk, M. (2009*). Fundamentos de inversiones*. Pearson Educación.

Godoy, J., Acero, D. y Rivera, J. (2011). Análisis del desempeño financiero de empresas innovadoras del sector de alimentos y bebidas en Colombia. *Pensamiento & Gestión*, 31, 109-136.

Granel, M. (2020). *Rankia*. https://www.rankia.cl/blog/analisis-ipsa/3926169-sistema-dupont-para-analisis-rentabilidad

Pabón, J., Bastos, L. y Mongrovejo, J. (2015). Valor económico agregado en las empresas del sector industrial manufacturero de Cúcuta período 2008-2012. *Respuestas*, 2, (20), 54-72.

Quemada, E. (2016). FIT. *Estrategia, valor y precio. Maximizar el verdadero valor de la empresa*. Ediciones Pirámide.

Quichimbo, X. (2019). *La rentabilidad ajustada al riesgo según el índice financiero (EVA) aplicado a cooperativas, 2016-2018*. [Tesis de Maestría, Universidad del Azuay].

Téllez, J. (2015). *Un análisis empírico de la creación de valor de las empresas que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores*. [Tesis de Doctorado.] Universidad de Cantabria.

Valdés, F., Martínez, M., y Beltrán, J. (2020). Aplicación del método Dupont en el análisis de los motores de rentabilidad: Caso Cemex 2005-2019. *Revista de Investigación Latinoamericana de Competitividad Organizacional*, 2 (8), 15-29.

Valli, A. (2016). A study on economic value added with special reference to the indian cements limited Tirunilvelli. International Journal of Innovative Research in *Management Studies*, 1, (4), 20-26.

Westreicher, G. (2020). *Economipedia*. https://economipedia.com/analisis-economia/analisis-dupont.html

REVISTA ACADÉMICA ECO (2021) 25: 47-62

La situación de la empresa familiar en la región del Bajío Mexicano

DOI del artículo: 10.36631/ECO.2021.25.04
Artículo de reflexión

Juan Antonio Elizarraráz Beltrán; Ghassan El Achkar Michel; Silva Souza Sebastián[2]

Vicente Espínola Verdín[3]

Fecha de recepción: 31/5/2021
Fecha de aceptación: 27/9/2021

Resumen

La empresa familiar representa la principal fuente productiva en México, pero sufre de una alta tasa de mortalidad al momento de atravesar un proceso de sucesión. Este artículo tiene como objetivo identificar las áreas de mayor valor para una exitosa transición entre generaciones. Para ello, se aborda la importancia de la creación de estructuras formales o informales dentro de las empresas familiares con el fin de mantener una mejor gestión de los dos componentes principales de una empresa familiar: familia y negocio. Sumado a esto, se explora la situación actual en los procesos y la tecnología dentro de las organizaciones y el papel que juega la preparación académica y de negocios de los sucesores como principal insumo para la gestión de la empresa familiar.

Se aborda la investigación desde un diseño explicativo, con una metodología cualitativa, a partir de la cual se realizan entrevistas con empresarios en proceso de sucesión a segunda y tercera generación. Con base en los resultados obtenidos se pone de manifiesto que la situación de las empresas familiares en la región del Bajío Mexicano, similar a lo señalado por varios autores, cuenta con poca o nula documentación de procesos, no existen órganos

2 Estudiantes de la Licenciatura en Negocios y Sistemas, Universidad Iberoamericana León.

3 Académico, Departamento de Ciencias Económico y Administrativas, Universidad Iberoamericana León. Doctor en Ciencias Sociales, Complejidad e Interdisciplinariedad. Contacto: Vicente.espinola@iberoleon.mx

internos de regulación y la implementación de tecnologías apenas se encuentra en sus primeros pasos, aunque son conscientes de estas oportunidades favoreciendo la incursión de los sucesores en estas.

Palabras clave: empresa familiar, gobierno corporativo, sucesión, protocolo de sucesión, sucesores en la empresa

SITUATION OF FAMILY BUSINESSES IN THE MEXICAN BAJÍO REGION

Reflection paper

Abstract

The family business represents the main source of production in Mexico, but suffers from a high mortality rate when going through a succession process. This article aims to identify the areas of greatest value for a successful transition between generations, it addresses the importance of creating formal or informal structures within family businesses in order to maintain better management of the two main components of a family business: family and business. In addition to this, the current situation in processes and technology within organizations and the role played by the academic and business preparation of the successors as the main input for the management of the family business is explored. The research is approached from an explanatory design and a qualitative methodology, interviews are carried out with entrepreneurs in the process of succession to the second and third generation. Identifying that the situation of family businesses in the region of Mexican Bajio, similar to that indicated by several authors, has little or no documentation of processes, there are no internal regulatory organization and the implementation of technologies is just in its first steps, although they are aware of these opportunities favoring the incursion of the successors in them.

***Keywords**: Family business, succession, corporate governance, succession protocol, succesors*

Introducción

Las empresas familiares representan un pilar fundamental en la economía mexicana y en la del mundo, ya que, «entre el 70 % y el 90 % de las empresas de cualquier país desarrollado son familiares» (Díaz, 2000); estas cifras reflejan la importancia y la magnitud del tema respecto a la economía actual y, si se considera el hecho de que menos del 30 % de las empresas familiares en el mundo pasan a la segunda generación, la mitad que en otro tipo de empresas (Rivera, G., & Israel, 2013), se obtiene así una combinación altamente inestable y peligrosa para las economías.

El estudio sobre las peculiaridades de la empresa familiar se ha incrementado; diversos autores han dedicado parte de su obra para analizar las características que reúnen las empresas familiares. Las investigaciones han tratado de identificar patrones mediante el estudio de casos concretos y el levantamiento de información, esto con el fin de localizar los puntos clave que ayudan a llevar una mejor gestión de empresas familiares, aumentan la posibilidad de prevalecer en el mercado y seguir creciendo con el paso de generación en generación.

El estudio de la empresa familiar ha ganado protagonismo en el ámbito administrativo; Aira (2016) explica que las características principales que deben tener los líderes (o gerentes) miembros de la familia que forman parte de la empresa son, entre muchas otras, capacitación profesional y práctica de la generación sucesora, la confianza, tolerancia, lealtad, colaboración y comunicación, ya que, si todos los miembros de la familia involucrados en la organización cumplen con esto, se incrementa de forma importante la posibilidad de permanencia en el mercado.

Los autores del tema han buscado que sus escritos sirvan como punto de partida para la indagación en el estudio de las empresas familiares, tal es el caso de la investigación realizada por Velasco & García (2011), en la cual se expresa esta intensión de forma clara como un objetivo primordial del mismo texto.

Una arista del tema que resulta interesante es cómo los factores familiares ganan gran importancia dentro de las empresas familiares; Flores y Bringas (2018), señalan que «una medición adecuada del desempeño competitivo de una empresa familiar requiere considerar dos dimensiones: desempeño empresarial y desempeño familiar». Gascón y Jofré (2013) explican que trabajar en una empresa con las características mencionadas y ver al conflicto, no como algo negativo sino como una situación de divergencia de intereses, permite discernir e identificar las flaquezas de la administración y da pauta para la identificación de vicios referentes a la gestión de la organización.

El acervo bibliográfico de la empresa familiar es amplio, así como lo son las declaraciones y opiniones otorgadas por múltiples autores; lo que complica llegar a una definición única de lo que representa una empresa familiar. A pesar de esto, es posible identificar similitudes dentro de las diversas propuestas.

Como lo expresan Casillas, Díaz, Rus y Vázquez (2014), la empresa familiar tiene la peculiaridad de que es gobernada bajo un esquema de valores concretos que permiten diferenciarla de otro tipo de empresa. En ella convergen dos tipos de organizaciones; una primera que es la familia con sus metas, valores y tradiciones y, una secundaria (la empresa) resultado de la creación del hombre, cuyo principal objetivo es incrementar las aportaciones (ser redituable). Por tanto, una empresa familiar es aquella que pertenece y es gestionada por una familia, la cual sustenta, dirige y aporta (tanto en cultura como en términos monetarios) a la organización y busca dirigirla hacia la rentabilidad dentro del marco moral y de valores propios de la familia.

Por otro lado, existen aportaciones más aterrizadas hacia el terreno pesimista del común de la empresa familiar. Mendívil (2015) explica el manejo cuasi tiránico y la poca distribución del poder y la toma de decisiones dentro de las empresas familiares de tamaño mediano hacia abajo. Considera a la empresa familiar aquella en la cual la dirección general cae totalmente sobre el dueño absoluto o algún familiar aislado, lo que causa una centralización del poder de decisión; además explica el problema que implica la falta de preparación (académica y de experiencia) de los familiares que ingresan a la organización sin pasar por ningún filtro objetivo de acceso.

Aunque las definiciones varíen, pueden determinarse por lo menos tres aspectos característicos que la mayoría de los autores aceptan. Propuesto por Casillas et al. (2014), se considera como empresa familiar a toda aquella donde la familia conserve más del 50 % de los derechos de voto en la Junta General, o el poder de decisión recaiga sobre el miembro fundador de la organización; o el control sobre el patrimonio haya recaído sobre alguno de sus herederos directos, cónyuges o cualquier miembro cercano de la familia. En segundo lugar, al menos se debe mantener un representante de la familia o pariente cercano dentro de la gestión y administración de la compañía. Por último, debe existir la intensión de transferir el control de la empresa a generaciones venideras; existe el deseo de que los descendientes directos de la familia tomen el control sobre el patrimonio de la empresa.

Esto da pie a un concepto de gran importancia: la sucesión. Ferré y Llauradó (2000) consideran a la sucesión como un proceso crucial dentro de las organizaciones, el cual tiene su origen en un hecho natural; es consecuencia del envejecimiento progresivo de las personas, por lo que, llegado el momento, tendrán que ponerse en marcha un conjunto de acciones que desembocan en el cambio del control sobre la organización. En empresas familiares se espera que el mando siga manteniéndose

bajo el resguardo de un miembro familiar. En un escerario ideal, estas acciones tendrían que darse, hasta cierto punto, de manera programada y con la posibilidad de corregir las fallas; pero se sabe que esto está lejos de ser una realidad en la gran mayoría de empresas familiares.

Socorro (2004) hace incapié en la muy necesaria diferenciación entre un plan de carrera y un plan de sucesión. Mientras que la construcción de los planes de carrera suele ser rígida y lineal, los planes de sucesión no consideran el crecimiento o desarrollo profesional de la persona basado en sus años de experiencia o su trasfondo educativo (esto no significa que esos factores pierdan validez), sino que hacen una comparación entre el potencial del individuo y las capacidades y competencias requeridas por la vacante. Con esto se asegura obtener al sucesor más capaz para el puesto. Es importante considerar que, con cada proceso de sucesión, la cultura y procesos pueden verse afectados por el cambio en el estilo de lideazgo. Es por esto que los traspasos de una generación a otra deben llevarse a cabo siguiendo alguna pauta que reduzca el impacto tan abrupto en el día a día de la empresa. Esto deja ver por qué los procesos de suceción pueden llegar a ser peligrosos para las empresas familiares si no se dan de manera correcta. Aparte del desarrollo de un protocolo de sucesión, es importante buscar la institucionalización de la empresa familiar. Un buen gobierno corporativo es útil debido a que el paso de los años termina por desgastar las relaciones familiares y debe existir un órgano regulador de las dinámicas de poder dentro de las empresas familiares.

En el mundo no existen dos empresas que sean idénticas, por lo que es un rotundo error implementar los modelos y soluciones que le han funcionado a otras organizaciones y esperar los mismos resultados; para ello Quintana (2012) señala tres órganos importantes en las empresas familires, el Consejo de Administración, El Consejo Familiar y la Junta General de Accionistas.

El Consejo de Administración funje como mediador entre accionistas y familia; busca evitar que existan vicios de *control desde las sombras,* es decir, que un miembro de la familia manipule los hilos de la organización desde una posición de anonimato. Seguido se encuentra el Consejo Familiar, que es un órgano integrado por miembros de la familia y consultores, los cuales pueden formar parte o no de la familia. El objetivo principal de esta figura es velar por los intereses de la familia y orientar la organización hacia el cumplimiento de sus objetivos, considerando la ventaja competitiva que le otorgan los valores y cultura organizacional propia de cada empresa familiar. Por último, está la Junta General de Accionistas; quienes son todos aquellos que mantienen inversiones dentro de la organización; estos, principalmente, velan por la rentabilidad de la organización, por lo que es importante mantener un sano equilibrio entre los intereses familiares y los intereses de los accionistas.

Es usual que, en un comienzo, las organizaciones en general no cuenten con un órgano estructurado para la gestión de la empresa, pero lo recomendable es que conforme la empresa crezca se migre de modelos basados en individuos (fundador, dueño, etc.) a una estructura formal, como un Consejo Administrativo. El cambio se da de poco en poco, la institucionalización es un proceso largo que implica grandes trabajos y mucha planificación; lo ideal es evolucionar las estructuras a la par de la famila, empresa y entorno; mas esto no significa que se deba burocratizar los procesos, es decir, crear estructuras engorrosas que solo terminen por entorpecer el desempeño y la agilidad de las empresas familiares.

Sobre el gobierno familiar, Quintana (2012) describe que es un sistema conformado por las relaciones entre los miebros de la familia que tienen el control político y, en la mayoría de los casos, la gestión de la organización, cuyo fin principal es garantizar la separación de la gestión empresarial de todos aquellos elementos familiares que puedan llegar a restar competitividad. El gobierno familiar viene a asegurar la sana integración entre los dos entes principales de una empresa familiar: familia y empresa. Gómez y Zapata (2013) explican las principales labores del gobierno familiar; entre las cuales están el definir la misión de la empresa, diseñar el plan patrimonial, preservar los valores y la cultura de la empresa, evitar conflictos familiares que involucren a la empresa y, por último, asegurar una buena formación de los miembros más jovenes de la familia.

Cada uno de los puntos anteriores podrían tomarse a manera de objetivos a cumplir (o metas por alcanzar) en la empresa y cuya recompensa sería acercarse cada vez más a una gestión funcional que traiga como consecuencia un balance saludable entre familia y empresa.

Método

Este documento tiene como objetivo primordial proponer estrategias que permitan extender el tiempo de vida de las empresas familiares y les ayuden a crecer con miras hacia el futuro; por lo tanto, se planteó un diseño de la investigación de tipo explicativo y con un diseño cualitativo. El fin de esto fue que se lograran analizar los factores que intervienen en el éxito o fracaso de una organización al pasar de una generación a la siguiente. Con esto se buscó definir modelos del tipo causa-efecto que mostraran la relación entre los patrones que se siguen dentro de las empresas familiares y el resultado obtenido en los procesos de sucesión.

Se comenzó con una investigación documental del acervo literario referente a las empresas familiares y su mortandad; aquí se echó mano de medios y documentos publicados por diversos autores y entidades que proporcionaron una base teórica e histórica sobre la empresa familiar y su transición, que sirviera de referencia para definir los instrumentos de entrevista para los empresarios y/o sucesores. Como siguiente etapa se acudió a la obtención de relatos biográficos múltiples de tipo individual. El objetivo de esto fue la recolección a través de entrevistas de experiencias, anécdotas, consejos y cualquier otro tipo de relato que pudiera tomarse como un indicador o factor de éxito (o fracaso) en lo referente al ciclo vital de la empresa familiar. Se siguió con un proceso de síntesis de la información, con miras hacia el procesamiento y extracción del material más valioso para el cumplimiento del objetivo propuesto en el comienzo de esta investigación. La síntesis de la información llevó a concretar lo anteriormente mencionado respecto a los modelos causa-efecto y a la interrelación de factores y patrones en el destino de las empresas familiares. La etapa final se relaciona directamente con el proceso de síntesis de la información, pues es aquí donde se hace uso de la información útil recabada y se procede a realizar la propuesta de estrategias que le permitan a las empresas familiares alargar su tiempo de vida y lograr sobrepasar los ciclos de sucesión dentro de la organización.

Para obtener los relatos biográficos se decidió llevar a cabo diálogos con empresarios de empresas familiares de tamaño pequeñas y medianas, de la región del Bajío Mexicano y la condición a cumplir fue que tuvieran, al menos, la segunda generación a cargo de la empresa familiar o se encontraran en proceso de sucesión. Se acordó que el giro de las organizaciones estuviera orientado hacia manufactura y servicios, pues son estas las que más abundan. No se realizó un muestreo estadístico, sino que se seleccionó a los candidatos por conveniencia y disponibilidad para responder a la encuesta; se empleó el criterio de saturación de la información para finalizar el número de entrevistas.

Resultados

Con motivo de complementar la información, se hizo un contraste entre el contenido bibliográfico y la realidad de las empresas familiares en la zona del Bajío Mexicano; para ello, se aplicó un total de siete entrevistas a empresarios de la región y, a través de la saturación de información, fueron catalogadas como las más pertinentes. Estas empresas familiares desempeñaban sus labores en las ciudades de León, Irapuato, Silao en el Estado de Guanajuato y de la Ciudad de Aguascalientes, Aguascalientes. Todas ellas se encontraban dentro del rango de pequeñas y medianas empresas.

A pesar de que lo giros de negocio son diversos (comercialización, transporte de carga, manufactura, etc.), comparten, en su mayoría, las mismas particularidades y, refiriéndose a la gestión y estructura, sufren casi los mismos problemas. La poca documentación de procesos, la informalidad de sus órganos y sistemas y falta de conocimiento sobre herramientas de gestión vienen a mermar el potencial con el que cuentan estas organizaciones.

Un común denominador entre las empresas entrevistadas es que se encuentran dentro de las primeras generaciones de la empresa; esto conlleva que la interferencia de la familia dentro de la organización aún no sea tan notoria. Además, dichas empresas comparten la particularidad de estar pasando por el proceso de formación de los sucesores; estos se encuentran actualmente ejerciendo labores de mejora dentro de las organizaciones aplicando los conocimientos obtenidos en sus estudios del nivel superior y aprendiendo los modos que rigen la operación dentro de la organización.

Esto último conduce a un punto interesante: con el paso de las generaciones, la formación académica de los sucesores gana cada vez más relevancia para los directivos de empresas familiares y, aunque la educación profesional es clave, también es necesario formar a las generaciones jóvenes en otras áreas relativas al negocio; esto es algo que menciona Quintana (2012), cuando explica que es conveniente que las nuevas generaciones tengan un conocimiento elevado del valor del dinero y la importancia de no derrocharlo, de la necesidad de ahorrar para poder consumir o invertir en el futuro, de los criterios básicos a los que se debe ajustar la inversión del ahorro, del valor que tienen el esfuerzo, el trabajo propio y el de los demás, de lo que implica y no implica ser un buen accionista: trabajar obligatoriamente en la empresa.

Retomando el punto anterior; aunque es algo que parezca extraño, se debe considerar la posibilidad de que los prospectos a ser sucesores no tengan dentro de sus aspiraciones laborar dentro de la organización; en tal caso, se debería hacer un plan de contingencia donde se contemple dicha posibilidad y las opciones que

esto le deja a la empresa. Es un hecho que el fundador en estas empresas empieza por involucrar a sus hijos para que comiencen a conocer y, en un futuro, tomen la dirección de las empresas, en muchas ocasiones, incluso, sin tener tan claros sus objetivos personales a futuro, simplemente se da por un hecho.

La realidad es que, para que cualquier empresa se desarrolle de manera exitosa es necesario contar con la vocación de sus líderes y, siendo el caso de que los sucesores no cuenten con la motivación para continuar con el proyecto de la empresa familiar, será necesario discernir entre si es mejor vender, traspasar, abrir al público o cerrar la empresa. Cada opción tendrá sus beneficios y sus perjuicios, y la decisión dependerá enteramente de la situación propia de la organización y de la familia. Aunque no sea el destino ideal para la empresa familiar, hay que tomarlo en cuenta como una posibilidad latente, más dentro de las empresas familiares de pequeño tamaño o que se encuentran dentro de las primeras generaciones.

Siguiendo con la formación de los sucesores; es evidente que en el paso de una generación hacia la otra se incrementa la formación académica profesional; el 71 % de los entrevistados cuenta con un nivel de estudios superior a sus antecesores. Los entrevistados de mayor edad se dedicaron principalmente a trabajar dentro la organización y dejaron los estudios de lado; esto es algo común, dado que el mero contexto social lo dictaminaba como el estándar; los sucesores entrevistados dejaron en claro que su formación académica era de primordial importancia y esta, en la mayoría de los casos, se dio a la par de su paso por las diferentes áreas del negocio, aunque debe considerarse que la formación académica de los sucesores al mismo tiempo que los prepara, les abre la visión sobre su futuro y sus opciones de desarrollo. Será importante para el sucesor discernir si acoplarse a la empresa familiar le resulta beneficioso o si le es mejor buscar su propio desarrollo profesional. Esto es una variable que las empresas familiares deberán incorporar dentro de la planeación de sus procesos de sucesión.

Nonaka & Takeuchi (1995) proponen que la formación del capital humano representa un factor de éxito para la innovación de la industria; explican la *creación* del conocimiento como el resultado de la convergencia de cuatro modos de crear conocimiento: socialización, internalización, combinación y externalización. Siguiendo este proceso se logra pasar del conocimiento tácito hacia el conocimiento explícito, es decir, de lo abstracto a lo concreto. Quintana (2012) retoma el tema de la formación y resalta lo beneficioso que resulta incluir a los futuros sucesores (desde pequeños) dentro de las operaciones del día a día de la organización; con esto desarrollan el sentido de pertenencia y la consciencia sobre el patrimonio de la empresa. Además, el autor presenta otra propuesta: llegado el momento oportuno, enviar a los sucesores a trabajar dentro de otras organizaciones del ramo, esto mediante alianzas entre organizaciones, con el fin de capacitar a los sucesores y adentrarlos en entornos que no comparten las mismas características que el propio; esto ayuda a ampliar el criterio y acrecentar la visión de los sucesores sobre la propia realidad de la empresa que pretenden dirigir en el futuro.

Algo que sostiene un fuerte enlace con la formación de las futuras generaciones es la clara tendencia hacia la tecnificación del equipo de trabajo y la implementación de soluciones tecnológicas e ingenieriles. Ambas cuestiones en aumento, conforme el paso de las generaciones; los entrevistados de mayor edad lo ven como el siguiente paso, algo qué hacer a futuro; mientras que para aquellos más jóvenes es tema obligado en la actualidad de la empresa, un área en la que perciben rezago y que debería tratarse de inmediato.

Una cuestión que comparten los entrevistados es en la falta de protocolos de acción e intervención familiar dentro de la organización; la falta de órganos administrativos delimitados y con funciones establecidas es una constante que parece ser común dentro de las empresas familiares de pequeño a mediano tamaño. Sumado a esto, existe una pobre definición de los roles que se desempeñan dentro de las organizaciones; los esquemas jerárquicos tienden a ser redundantes o, en su caso, inexistentes y las líneas de responsabilidad son difusas. Lo anterior conlleva a la monopolización de la toma de decisiones por parte del director de la organización y, aunque esto podría no parecerlo, representa un riesgo latente para la empresa ya que, sin la constante presencia del director, la organización no será capaz de seguir un rumbo de crecimiento propio. Además, limita el desarrollo de liderazgos que permitirían el crecimiento futuro de la empresa.

Otra similitud entre los entrevistados se encontró al momento de cuestionarles sobre lo que consideran que se pudo hacer mejor dentro del proceso de sucesión. Las respuestas se pueden reducir a tener más información sobre qué alternativas podían haberse tomado y haber comenzado antes; lo que se traduce a una mejor planeación y formación, tanto académica como de negocios.

A manera de cierre de la entrevista se les pidió a los sujetos entrevistados que compartieran un consejo o experiencia que podría ayudar a empresas que se encuentren en labores de sucesión. Se obtuvieron comentarios interesantes que se relacionan directamente con los tres puntos anteriores. A manera de síntesis de los comentarios obtenidos, se podría concluir que la información es el insumo principal para la toma de decisiones, la formación académica se entiende como un instrumento de mejora, y una planeación bien desarrollada y ejecutada es un medio para la correcta transición entre generaciones.

La bibliografía y los estudios concuerdan en una postura: lo mejor es trabajar con estructuras dentro de la empresa, sean formales o informales, pues su mera existencia delimita los marcos de acción y permite una mejor interacción entre los miembros de la empresa. Lo ideal será caminar hacia la formalización, pero es entendible que esto no sea posible para todas las empresas, pues dependerá enteramente del contexto individual.

Haciendo una comparación entre lo recopilado en los textos y lo obtenido mediante las entrevistas se puede observar el rezago entre el ser y el deber ser de las organizaciones. Por un lado, se encuentran las buenas prácticas propuestas por los autores y por el otro está el día a día de las micro y pequeñas empresas que, en el mejor de los casos, han comenzado el camino hacia la institucionalización, pero la distancia a recorrer sigue siendo muy amplia.

Si se escala lo obtenido mediante la documentación y las entrevistas, podría llegarse a la conclusión de que la mortalidad de la empresa familiar se debe principalmente a la falta de información (o acceso a ella), lo cual se relaciona directamente con otro tema relevante; la falta de formación. Esto no se refiere únicamente a la formación académica, pues se logra observar que conforme pasan las generaciones, los miembros más jóvenes alcanzan mayores niveles educativos; sino que se relaciona más hacia la formación dentro de un entorno tan específico como lo es una empresa familiar y su gestión.

La empresa familiar se comprende como un ente complejo con una cultura arraigada, por lo que insertar en ella individuos que no empatan con el flujo de la organización puede concluir en un grave problema para la empresa. Retomando las respuestas de los entrevistados, la constante era que los sucesores se incorporaran a la empresa solo por el hecho de formar parte de la familia y, lo que resulta aún más alarmante, muy pocas cuentan con estándares definidos para el ingreso de personal de cualquier área de la empresa.

Todos los entrevistados aseguraron no haber atravesado ningún filtro de selección, ni examen de aptitud para desempeñar el puesto de mando que tienen a su cargo actualmente; si bien, todos se relacionaron desde una edad temprana con las operaciones de la empresa, existe una diferencia sustancial entre conocer el día a día de la organización y tener la experiencia necesaria para desempeñar un puesto gerencial o directivo en la empresa.

Por otro lado, está la cuestión de que la planeación del proceso de sucesión ha sido prácticamente inexistente; en el caso de aquellos que son segunda generación, la tendencia no cambia demasiado para aquellas empresas que cuentan mayor vida activa. Las estrategias empresariales y el rumbo de la organización no están sustentadas sobre una estructura robusta que resista las eventualidades ni existen planes de acción para gestionar el cambio entre generaciones. No hay planes de contingencia relacionados a la repentina desaparición de los directores ni al supuesto de que no existan sucesores de la familia elegibles; esto es entendible en el contexto Latinoamericano, donde el testamento sigue siendo tema tabú dentro de las familias y la tradición de ocultar al fisco, dejan a los sucesores con las riendas de una organización con nula claridad sobre el patrimonio que posee.

Conclusiones

La situación de la empresa familiar en México es un tema complejo que requiere de un mayor acercamiento tanto del sector empresarial, como académico y del Estado. Resulta controversial que la principal fuente de empleo e ingreso para el país (y la mayoría de los países en general) sea también la que mantenga menores probabilidades de sobrevivir.

Con la recopilación de información se pudo constatar la relación entre la poca estructuración de las empresas familiares y los problemas que acarrea un proceso de sucesión; la falta de jerarquías y, usualmente, la mal llevada relación entre los miembros de una empresa familiar.

La alta tasa de mortalidad de la empresa familiar habla de problemas estructurales arraigados y del poco conocimiento sobre herramientas que ayuden a una mejor gestión de las empresas familiares desde las edades tempranas. Es común que empresas pequeñas no busquen burocratizar sus operaciones, ni asentar una estructura altamente rígida, pues su misma naturaleza y ritmo vertiginoso les obliga a mantener una flexibilidad que pareciera exagerada; mas esto no debería significar un pobre control sobre el desempeño de la organización. Aunque se deberá considerar la naturaleza de cada empresa, ya que en muchas ocasiones los procesos se han realizado de manera constante por varios años, sin que se formalicen o se den a conocer, generando dependencia incluso hacia colaboradores internos.

La creación de organismos dentro de la empresa es un paso hacia una mejor gestión; en el caso de las pequeñas empresas o aquellas relativamente jóvenes, no sería obligado que fueran formales; como se ha mencionado anteriormente, cada empresa tendrá sus propias necesidades y deberá empatar sus intereses con sus posibilidades de cambio.

Algo que ha quedado en evidencia es la pobre planeación a futuro de las empresas familiares de la región, y esto podría escalarse a la región Bajío. La renuencia a formalizar el proceso de sucesión se relaciona directamente con la ineficiente gestión de los asuntos familiares relacionados a la empresa. Es de gran relevancia hacer comprender a los directivos que la planeación sobre el futuro control del patrimonio familiar es imprescindible, más aún en las pequeñas y medianas empresas, donde una situación de gran incertidumbre, como la muerte del director, puede provocar hasta la desaparición de la empresa. La poca planeación estratégica y el rezago generalizado reducen las posibilidades de que una empresa familiar salga delante de un proceso de sucesión no planeado.

Por otro lado, se debe considerar que el progreso tecnológico ha permeado hacia todos los sectores, resaltando el económico, y la revolución de los medios productivos ha venido a resonar en las estructuras económicas tradicionales. Hoy en día, es extremadamente difícil que exista (y persista) un negocio renuente a adoptar tecnologías dentro de sus procesos. Esto, sin duda, ha permitido el incremento exponencial de las operaciones de las empresas familiares, pero, a la vez, ha causado el pronto declive de aquellas entidades que no aceptan el cambio, o que no tienen los medios para hacerlo. La adopción de herramientas tecnológicas es un punto clave para afianzar el desarrollo de la empresa familiar; la tendencia hacia la tecnificación de los miembros de la organización y la implementación de herramientas digitales van en aumento en la región del Bajío Mexicano, lo que deja ver el importante papel que juega la preparación de los sucesores y colaboradores, pues en ellos recaerá directamente la tarea de llevar a la empresa por el camino del cambio tecnológico.

Referencias

Aira, M. R. (2016). La sucesión exitosa en las empresas familiares. *Orbis. Revista Científica Ciencias Humanas*, *11*(33), 82-104.

Arenas, H. A., Rico, D. (2014). La empresa familiar, el protocolo y la sucesión familiar. *Estudios Gerenciales*, vol. 30, núm. 132, pp. 252-258.

Casillas, J., Díaz, C., Rus, S., & Vázquez, A. (2014). *La gestión de la empresa familiar*. Paraninfo.

Díaz, R. R. (2000). *La Empresa Familia: Doce claves para el éxito*. Sofesa Fundación. Bravo Murillo.

Flores, S. O., & Bringas, C. T. (2018). Competitividad de empresas familiares. *Interciencia*, 43(4), 236-241.

Gandarillas, M., Núñez, C., & Rivero, R. (2019). *Empresa familiar, una visión práctica*, FC Editorial. Fundación Confemetal.

Gascón, S. A., & Jofré, A. W. (2013). Conflictos en empresas familiares. *Uncuyo:* Facultad de Ciencias Económicas, 15-18.

Ferré, M. G., & Llauradó, J. M. (2000). *El empresario familiar y su plan de sucesión: preguntas y respuestas*. Ediciones Díaz de Santos

Gómez-Betancourt, G., & Zapata-Cuervo, N. (2013). Gobierno corporativo: una comparación de códigos de gobierno en el mundo, un modelo para empresas latinoamericanas familiares y no familiares. *Entramado*, 9(2), pp. 98-117.

INEGI (2012). Las mil empresas más grandes: Censos Económicos 2009. Instituto Nacional de Estadística y Geografía. https://bit.ly/3FwIb3R

KPMG (2016) *Empresas Familiares en México: El desafío de crecer, madurar y permanecer. https://bit.ly/3nhBV8y*

KPMG (2019) *Empresas familiares en México: Tiempo de sucesión en un escenario disruptivo.* https://bit.ly/3pxiaNc

Mendívil, V. (2015) *Metodología para institucionalizar a la empresa familiar y a la empresa mediana.* Instituto Mexicano de Contadores Públicos

Nonaka, I. y Takeuchi, H. (1995). *The Knowledge-Creating Company: How Japanese Companies Create the Dynamics of Innovation*. University Press.

Quintana, J. (2012*). Guía práctica para el buen gobierno de las empresas familiares*. Instituto de la Empresa Familiar.

Rivera, G., & Israel, S. (2013). Modelo de gestión para las empresas familiares con perspectivas de crecimiento y sostenibilidad. *Revista Perspectivas*, (31), 87-132.

Socorro, F. (2004). Planes de Sucesión: No los confunda con los Planes de Carrera - deGerencia.com. https://bit.ly/3GdELEd

Teixeira, R. M., & Barbosa, F. C. (2013). Sucesión y conflictos en empresas familiares: estudio de casos múltiples en pequeñas empresas hoteleras. *Estudios y perspectivas en Turismo*, *22*(5), 854-874.

Velasco, C. A. B., Parra, V. F. G., & García, C. Q. (2011). Evolución de la literatura sobre empresa familiar como disciplina científica. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, *14*(2), 78-90.

Bases para publicar en la *Revista Académica ECO*

1. Datos generales

La *Revista Académica ECO* es una publicación semestral de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales (FCEE) de la Universidad Rafael Landívar (URL) de Guatemala. Esta revista cubre diferentes ramas de las ciencias económicas y empresariales, tales como administración de empresas, economía, mercadotecnia, auditoría, hotelería, restaurantes, turismo y emprendimiento. Su objetivo es compartir los resultados, análisis de investigaciones, conocimientos y propuestas en el ámbito económico-empresarial. Investigadores, docentes universitarios, alumnos y personas vinculadas a las ciencias económicas son el grupo objetivo de la revista.

2. Bases de publicación

Los artículos postulados para la publicación en la *Revista Académica ECO* deben someterse a las siguientes bases:

- Originalidad: el autor, al presentar sus artículos, se compromete a entregar textos que no hayan sido postulados en otros medios, con anterioridad o simultáneamente, y se compromete a respetar la información académica de otros autores, así como ceder los derechos de distribución y edición a la *Revista Académica ECO*.

- Arbitraje: todos los artículos propuestos que cumplan con los requerimientos formales de presentación, son sometidos a un sistema de evaluación. El Consejo Editorial se reserva el derecho de publicación, y el autor, al someter su artículo, acepta las decisiones inapelables del mismo. Procedimiento: primero, se revisan los artículos por el equipo editorial, quienes elaboran un dictamen según el cumplimiento de las pautas editoriales; segundo, se someten los trabajos a la revisión por par doble ciego (externos independientes), quienes se apoyan en una rúbrica de evaluación (clasificación académica, contenido y aporte científico); adicionalmente, se plantean recomendaciones para los autores.

- Idioma: se aceptan artículos en español e inglés. La revista publicará un porcentaje mayor de artículos en español.

3. Presentación y estructura

Extensión: los artículos deben contener un mínimo de ocho páginas y un máximo de treinta, incluidos texto, notas, tablas, gráficos, bibliografía, anexo metodológico y otros que sean pertinentes. En el caso de reseñas bibliográficas, la extensión máxima es de cuatro páginas.

- Formato: el artículo debe cumplir con los siguientes aspectos:
    - Tamaño de la hoja: carta
    - Tipo y tamaño de letra: Arial 12
    - Márgenes: 2.5 cm en los cuatro lados
    - Interlineado: 1.5
    - Ecuaciones: utilizar el editor de ecuaciones de Word
- El artículo deberá contener la siguiente estructura:
    - Los títulos deben ser llamativos y cortos
    - Nombre completo del autor y resumen de datos biográficos
    - Resumen y palabras clave
    - *Abstract* y *key words*
    - Introducción
    - Breve revisión literaria con teoría que fundamente la investigación y a los autores principales sobre el tema, con citas bibliográficas y elaboración propia, en sistema APA
    - Cuerpo del artículo: incluir metodología, resultados y análisis, con aporte y resultados si se está presentando una investigación
    - Conclusiones
    - Referencias: se recomienda citar fuentes originales. Todas las referencias consultadas deben presentarse al final del artículo, en orden alfabético, aplicando las normas de la American Psychological Association (APA). En caso de usar artículos o libros del mismo autor, debe seguirse un orden cronológico desde el más antiguo al más reciente
    - Las imágenes deben estar en formato jpeg a 300 ppi en cmyk, las tablas y gráficas deben estar en Excel, editables

4. Proceso de selección y aprobación de artículos

La convocatoria para presentar artículos será enviada por correo electrónico y publicada en la página web de la universidad. La Coordinación de Investigaciones de la FCEE notificará la recepción del artículo y lo someterá a un arbitraje.

Para asegurar la calidad académica de los artículos presentados para su publicación, se realiza un proceso de evaluación de artículos, los cuales pasan por cuatro fases:

a. Revisión por parte de la Coordinación de Investigaciones y el Consejo Editorial para determinar si el tema, contenido, análisis y formato de presentación se ajustan a los parámetros temáticos y formales de las disciplinas establecidas y las bases de publicación. Asimismo, se realiza una búsqueda exhaustiva de las citas y referencias que alude cada artículo que se publica; adicional, se utiliza la herramienta de Turnitin, la cual proporciona un resumen de coincidencias que se encuentran en trabajos que ya han sido publicados anteriormente en sitios web.

b. Los artículos son analizados por el Consejo Editorial y enviados a especialistas del área temática, quienes anónimamente se encargan de realizar una evaluación a nivel del contenido científico del artículo, basándose en los parámetros de las bases de publicación.

c. La Coordinación de Investigaciones envía un correo electrónico al autor/a informando la resolución.

d. Al finalizar el proceso de correcciones, el texto pasa a la revisión final por parte del Consejo Editorial. Una vez recibida la aprobación final, este pasará a la Editorial Cara Parens de la Universidad Rafael Landívar, para su futura edición y publicación.

5. Forma de envío

Los artículos postulados deben ser enviados en formato Word a los correos electrónicos godiaz@url.edu.gt y pvsoto@url.edu.gt

Información adicional: contactar con Paola Soto Arrivillaga, al teléfono (502) 2426 2626, ext. 2350 o por correo electrónico a pvsoto@url.edu.gt

Esta publicación se distribuye de forma digital,
fue finalizada en diciembre de 2021.

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y EMPRESARIALES

Comercio bilateral entre China y América Latina antes de la pandemia. ¿Ahora qué?
Dustin Tahisin Gómez Rodríguez y Natalye Velasco Castañeda

En búsqueda de un modelo para la evaluación del costo de capital en mercados emergentes
Jorge Alexander Pérez Monroy

Desempeño financiero de empresas que emiten bonos corporativos
Guillermo Díaz

La situación de la empresa familiar en la región del Bajío Mexicano
Juan Antonio Elizarraráz Beltrán, Ghassan El Achkar Michel, Silva Souza Sebastián y Vicente Espínola Verdín

60 aniversario Universidad Rafael Landívar
EDITORIAL CARA PARENS UNIVERSIDAD RAFAEL LANDÍVAR