

UNIVERSIDAD DE SAN CARLOS DE GUATEMALA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

"ESTRUCTURA DE CAPITAL Y POLITICA DE DIVIDENDOS
EN UNA EMPRESA COMERCIAL DE ELECTRODOMESTICOS"



En el Grado Académico de

LICENCIADO

Guatemala, febrero de 1999

MIEMBROS DE LA JUNTA DIRECTIVA DE LA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

| | |
|--|---------------|
| Lic. Miguel Angel Lira Trujillo | Decano |
| Lic. Eduardo Antonio Velásquez Carrera | Secretario |
| Lic. Jorge Eduardo Soto | Vocal Primero |
| Lic. Andrés Castillo Nowell | Vocal Segundo |
| Lic. Victor Hugo Recinos Salas | Vocal Tercero |
| P.C. Julissa Marisol Pinelo Machorro | Vocal Cuarto |
| P.C. Miguel Angel Tzoc Morales | Vocal Quinto |

PROFESIONALES QUE PRACTICARON LOS EXAMENES DE
AREAS PRACTICAS

| | |
|-------------------------------|---------------------------------------|
| Area Matemática y Estadística | Lic. Tiberio Arnílcar Castillo Torres |
| Area de Contabilidad | Lic. Antulio Gilberto Noriega Muñoz |
| Area de Auditoria | Lic. Walter Augusto Cabrera Hernández |

PRIVADO DE TESIS

| | |
|------------|-----------------------------------|
| Presidente | Lic. Alfonso Mardoqueo Lima Cruz |
| Examinador | Lic. Jorge Alberto Trujillo Corzo |
| Examinador | Lic. Jorge Eduardo Soto |

Guatemala,
06 de Julio de 1998


Licenciado
Donato Santiago Monzón Villatoro
Decano
Facultad de Ciencias Económicas
Universidad de San Carlos de Guatemala
Ciudad Universitaria

Señor Decano:

En atención a la designación de esa Decanatura, he procedido a realizar la asesoría correspondiente en la elaboración del trabajo de Tesis denominada "ESTRUCTURA DE CAPITAL Y POLITICA DE DIVIDENDOS EN UNA EMPRESA COMERCIAL DE ELECTRODOMESTICOS". Presentada por MARTA ELVIRA GONZALEZ YOC, para someterse a su examen Privado de Tesis, previo a optar al título de Contador Público y Auditor en el grado Académico de Licenciado.

En mi opinión la Tesis desarrollada por la señorita Marta Elvira González Yoc, reúne las condiciones y requisitos que exigen las normas universitarias sobre la materia, para ser aceptada y discutida en su examen privado de tesis.

Con las muestras de mi consideración, respeto y alta estima, me es grado suscribirme del señor Decano.

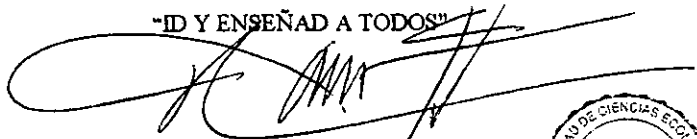

~~Lic. Mynor Renato Portillo Menéndez~~
Contador Público y Auditor
Colegiado 707

**DECANATO DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS. GUATEMALA,
DIECISIETE DE FEBRERO DE MIL NOVECIENTOS NOVENTA Y NUEVE.**


Con base en lo estipulado en el Artículo 23º. Del Reglamento de Evaluación Final de Exámenes de Areas Prácticas y Examen Privado de Tesis y el Acta AUD. 46-98, donde consta que la estudiante MARTA ELVIRA GONZALEZ YOC, ha aprobado su Examen Privado de Tesis, se le autoriza la impresión del Trabajo de Tesis, denominado "ESTRUCTURA DE CAPITAL Y POLITICA DE DIVIDENDOS EN UNA EMPRESA COMERCIAL DE ELECTRODOMESTICOS".

Atentamente,

"ID Y ENSEÑAD A TODOS"



LIC. EDUARDO ANTONIO VELASQUEZ CARRERA
SECRETARIO



LIC. MIGUEL ANGEL LIRA TRUNILLO
DECANO



DEDICATORIA

A DIOS

A MIS PADRES

Sebastián González Culajay
Candelaria Yoc de González

A MIS HERMANOS

Oswaldo, Octavia, Mary,
Eduviges, Zoila, Claudia, Lester
y Erick

A MIS GRUPOS DE ESTUDIO

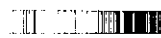
A MIS AMIGOS Y COMPAÑEROS

A LA UNIVERSIDAD DE SAN CARLOS
DE GUATEMALA

A LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

A USTED

Con respeto



INDICE

| | Página |
|--|--------|
| Introducción | i |
| CAPITULO I ADMINISTRACION FINANCIERA | |
| 1.1 Conceptos y Definiciones | 1 |
| 1.1.1 Administración | 1 |
| 1.1.2 Financiera | 2 |
| 1.2 Objetivos de la Administración Financiera | 3 |
| 1.3 Principios de los Rendimientos Financieros | 4 |
| 1.3.1 Entorno Financiero | 4 |
| 1.3.2 Intermediarios y Mercados Financieros | 5 |
| 1.4 Herramientas del Análisis y Planeación Financiera | 9 |
| 1.4.1 Herramientas del Análisis | 9 |
| 1.4.2 Planeación Financiera | 21 |
| 1.5 Administración del Capital de Trabajo | 26 |
| 1.5.1 Administración del Efectivo y Valores Realizables | 27 |
| 1.5.2 Administración de Cuentas por Cobrar e Inventarios | 28 |
| 1.6 Inversión en Activos de Capital (Activos Fijos) | 29 |
| 1.7 Financiamiento a Largo Plazo | 31 |
| 1.7.1 Instrumentos y Mercados | 32 |
| CAPITULO II ESTRUCTURA DE CAPITAL | |
| 2.1 Aspectos Conceptuales de la Estructura de Capital | 35 |
| 2.2 Fuentes de Financiamiento de Capital | 37 |
| 2.2.1 Pasivos a Largo Plazo | 37 |
| 2.2.2 Acciones Preferentes | 42 |
| 2.2.3 Acciones Comunes | 49 |

| | |
|---|----|
| 2.2.4 Utilidades Retenidas | 54 |
| 2.3 Límites de Valuación | 55 |
| 2.3.1 Enfoque de la Utilidad Neta | 55 |
| 2.3.2 Enfoque de la Utilidad Neta en Operación | 58 |
| 2.4 Principios del Valor Total | 59 |
| 2.5 El Efecto de los Impuestos | 63 |
| 2.6 Apalancamiento de la Empresa | 66 |
| 2.6.1 Tipos de Apalancamiento | 67 |
| 2.6.2 Riesgo Financiero | 72 |
| 2.6.3 Capacidad del Flujo de Efectivo para atender las deudas | 74 |
| 2.6.4 Métodos de Análisis y Combinación | 74 |
| 2.7 Mercado de Acciones en Guatemala | 76 |
| 2.7.1 Obstáculos al Mercado Accionario Guatemalteco | 77 |

**CAPITULO III
POLITICA DE DIVIDENDOS Y UTILIDADES ACUMULADAS**

| | |
|--|----|
| 3.1 Definiciones | 78 |
| 3.1.1 Dividendos | 78 |
| 3.1.2 Políticas de Dividendos | 78 |
| 3.2 Utilidades Retenidas como fuente de Financiamiento | 82 |
| 3.3 Razón de Pago de Dividendos | 85 |
| 3.4 Consideraciones Administrativas en la determinación de un pago de dividendos | 86 |
| 3.5 Dividendos en Acciones y División de Acciones | 88 |
| 3.5.1 Dividendos en Acciones | 89 |
| 3.5.2 División de Acciones | 90 |
| 3.6 Recompra de acciones | 91 |
| 3.6.1 Método de Recompra | 92 |
| 3.6.2 La Recompra como parte de una decisión de dividendos | 92 |
| 3.7 La Política de Dividendos y el Riesgo | 93 |

**CAPITULO IV
EMPRESAS COMERCIALES DE ELECTRODOMESTICOS**

| | |
|--|-----|
| 4.1 Estructura Organizacional | 94 |
| 4.2 Administración del Capital de trabajo | 104 |
| 4.2.1 Administración del Efectivo | 106 |
| 4.2.2 Administración de Cuentas por Cobrar | 108 |
| 4.2.3 Administración y Control de Inventarios | 111 |
| 4.2.4 Administración de Cuentas de Pasivo Circulante | 112 |
| 4.3 Inversión en Activos de Capital | 114 |
| 4.4 Financiamiento a Largo Plazo | 116 |
| 4.5 Estructura de Capital y Política de Dividendos | 117 |
| 4.5.1 Fuentes de Financiamiento de Capital | 116 |
| 4.5.2 El Efecto de los Impuestos | 122 |
| 4.5.3 Política de Dividendos | 124 |

**CAPITULO V
EFECTOS DE LA INADECUADA ESTRUCTURA DE CAPITAL Y POLITICA
DE DIVIDENDOS**

| | |
|---|-----|
| 5.1 Estructura de Capital | 127 |
| 5.1.1 Aumento de los Cargos Fijos | 127 |
| 5.1.2 Disminución de las utilidades disponibles para los accionistas ordinarios | 128 |
| 5.1.3 Insolvencia de efectivo | 130 |
| 5.1.4 Pago de impuesto sobre la renta más alto | 132 |
| 5.2 Política de Dividendos | 133 |
| 5.2.1 Endeudamiento para financiar nuevos proyectos | 133 |
| 5.2.2 Emisión de nuevas acciones para financiar los nuevos proyectos | 135 |
| 5.2.3 Inseguridad en los accionistas sobre las utilidades que puedan obtener en su Inversión | 136 |
| 5.2.4 Costos de administración de los dividendos en acciones | 137 |
| Conclusiones | 139 |
| Recomendaciones | 142 |
| Bibliografía | 144 |

INTRODUCCION

En cualquier momento en el tiempo, una empresa comercial se puede considerar como una combinación de fondos alimentada mediante una variedad de fuentes: Inversión en acciones de la compañía, acreedores que le prestan dinero y utilidades retenidas en el negocio. Los fondos obtenidos de estas fuentes se utilizan en varias inversiones por ejemplo: Activos fijos utilizados en la producción de un bien o servicio, inventarios usados para facilitar la producción y las ventas, cuentas por cobrar de los clientes, efectivos y valores realizables utilizados para operaciones y con fines de liquidez.

En un momento determinado esta combinación de fondos de la empresa es estática; con el transcurso del tiempo varía, y esto se conoce como flujos de fondos. En un negocio en marcha los fondos fluyen continuamente a través de la empresa. El término Administración Financiera implica que estos flujos sean dirigidos de acuerdo con algún plan.

En la actualidad existen diversas fuentes de financiamiento, cada una de ellas tiene ciertas características en cuanto al costo, vencimiento, disponibilidad, gravamen de los activos y otras condiciones impuestas por el proveedor del capital. Sobre la base de estos factores mencionados, el director financiero determinará la mejor mezcla de financiamiento para la empresa.

Dentro del contenido del presente trabajo de tesis, el lector podrá conocer las diferentes fuentes de financiamiento para la empresa, tomando en consideración las

implicaciones sobre la riqueza del accionista, estudiar al mismo tiempo la estructura de capital apropiado que deba tener la empresa, analizando el Apalancamiento Financiero desde diversos ángulos pues de ello dependerá que la empresa determine cuánta deuda deba tener y como afectará esta deuda en su estructura de capital.

El primer capítulo trata sobre la información general de lo que es la Administración Financiera, desde definiciones, objetivos, herramientas para el análisis y planeación financiera, administración del capital de trabajo, inversión en activos de capital y financiamiento a largo plazo. Toda esta información nos servirá para formarnos una idea de la importancia que representa la administración financiera en el funcionamiento de los negocios.

En el segundo capítulo, se presenta información sobre la estructura de capital de las empresas, aspectos conceptuales de la estructura de capital, las fuentes de financiamiento, el financiamiento a través de deudas a largo plazo, emisión de nuevas acciones ordinarias o preferentes, o por medio de la capitalización de las utilidades retenidas. En cada una de las anteriores fuentes se presentan las ventajas, desventajas y costo que representa cada una de ellas. También se presenta la forma en que afecta en la estructura del capital el utilizar deudas a largo plazo o aumentar el capital, así como en el valor de las acciones de la empresa y el efecto que se da en los impuestos.

En el capítulo tercero, se presenta toda la información necesaria que se debe tomar en cuenta para tener una adecuada Política de Dividendos. Se incluyen definiciones importantes, los tipos de políticas de dividendos existentes, las utilidades retenidas utilizadas como fuente

de financiamiento, las consideraciones administrativas que se deban tomar en la determinación de un pago de dividendos, los dividendos en acciones y la división de acciones así como la recompra de acciones.

El capítulo cuarto presenta toda la información necesaria para el respectivo análisis y aplicación de la teoría de los capítulos anteriores en la empresa Comercial "XXX", S.A. Se presenta su estructura organizacional, la administración de su capital de trabajo, la inversión en activos de capital, el financiamiento a largo plazo utilizado, la estructura de capital y política de dividendos.

En el capítulo quinto se presentan los efectos que se darían al no tener una adecuada estructura de capital y política de dividendos, presentándose ejemplos basados en los estados financieros de la empresa Comercial "XXX", S.A.

Al final se presentan las conclusiones sobre el tema desarrollado y recomendaciones, que consideramos útiles para el Contador Público y Auditor, pues en la actualidad, la función del CPA se ha ampliado llegando a ocupar puestos de Director Financiero.

CAPITULO I

ADMINISTRACION FINANCIERA

En la actualidad, la función del Contador Público y Auditor se ha ampliado, por lo que ha tenido que especializarse en varios temas, entre ellos la Administración Financiera, ya que al convertirse en Director Financiero de una empresa, su capacidad de adaptación al cambio, de planear con eficiencia la cantidad apropiada de fondos a utilizar en la empresa, de supervisar la asignación y obtención de los mismos, afectarán el éxito de la empresa, así como la economía en general. De lo anterior se deriva la importancia de conocer ciertos conceptos, definiciones y aspectos generales de la Administración Financiera, que nos servirán de manera precisa para situarnos en el tema central de esta Tesis.

1.1 CONCEPTOS Y DEFINICIONES

1.1.1 ADMINISTRACION

Es la dirección eficaz de las actividades, cuyo objeto es alcanzar la máxima eficiencia en el logro de los objetivos de un grupo social, mediante la adecuada coordinación de los recursos y la colaboración del esfuerzo ajeno.

Las funciones administrativas esenciales para que la administración rinda sus frutos, son las siguientes:

- **Planeación:** Es aquella herramienta de la administración que nos permite determinar el curso concreto de acción que debemos seguir, para lograr la realización de los objetivos previstos.

- **Organización:** Estructuración de las relaciones que deben existir entre las funciones, niveles y actividades de los recursos humanos, materiales y técnicos de un organismo social, con el fin de lograr su máxima eficiencia dentro de los planes y objetivos señalados.
- **Integración:** Obtención y articulación de los elementos humanos y materiales para poner en movimiento el organismo social. El objetivo principal de la integración es obtener los recursos materiales y humanos adecuados para llenar los cuadros teóricos formados en la planeación e integración.
- **Dirección:** Función ejecutiva de guiar y vigilar a los subordinados para la realización efectiva de todo lo planeado por medio de la autoridad ejercida a base de las decisiones ya tomadas directamente o por delegación de dicha autoridad.
- **Control:** Proceso por medio del cual se garantiza que las actividades reales se ajustan a las actividades planeadas.

1.1.2 FINANCIERA

Término genérico que hace referencia a la obtención de dinero a través de la inversión o la emisión de deuda, y a la administración de los ingresos y gastos de una organización.

Teniendo los conceptos de Administración y Financiera, podemos decir que la Administración Financiera "Planea los fondos necesarios para un negocio, obtiene dichos fondos y los coloca en uso efectivo" así como. "Distribuye los recursos dentro de una compañía, los métodos y políticas que utiliza deberán ser estudiados detalladamente".¹

¹ Johnson, Robert W., Administración Financiera. Editorial Continental, S.A. de C.V., México 1976, 13ª Impresión, Pág. 19

La función financiera de toda empresa consiste en suministrar los fondos requeridos, en las condiciones más favorables, teniendo en cuenta los objetivos del negocio.

1.2 OBJETIVOS DE LA ADMINISTRACION FINANCIERA

Los objetivos principales de la función financiera son:

- Dar a la empresa una liquidez adecuada, para que opere con mayor independencia comercial o industrial, asegurando un movimiento estable de fondos.
- Buscar la productividad de los fondos y de las inversiones utilizándolos con eficiencia y rendimientos.
- Alcanzar el máximo grado de rentabilidad del capital aportado, sobre la base de una adecuada productividad y margen de ganancia que permitan beneficios satisfactorios.

Los objetivos mencionados anteriormente quedan cubiertos en el siguiente concepto: Lograr que haya efectivo suficiente para pagar las cuentas y compromisos contraídos, y al mismo tiempo, obtener dinero y ponerlos a operar dentro de la empresa, con el objeto de que los beneficios a largo plazo de ésta, puedan llegarse a un máximo.

En cualquier momento en el tiempo, una empresa mercantil se puede considerar como una combinación de fondos alimentada mediante una variedad de fuentes: Inversionistas en acciones de la compañía, acreedores que le prestan dinero y utilidades anteriores retenidas en el negocio. Los fondos obtenidos de estas fuentes se utilizan para activos fijos utilizados en la producción de un bien o servicio, inventarios usados para facilitar la producción y las ventas, cuentas por cobrar de los clientes, efectivo y valores realizables utilizados para operaciones y con fines de liquidez. En un momento determinado esta combinación de fondos de la empresa es estática; con el transcurso del tiempo cambia, y esto se conoce como flujo de

fondos. En un negocio en marcha, los fondos fluyen continuamente a través de la empresa. El término administración financiera implica que estos flujos sean dirigidos de acuerdo con algún plan.

Con el fin de obtener fondos de modo eficiente y asignarlos, los directores financieros tienen que planear con cuidado. Por una parte, tienen que proyectar los flujos de efectivo futuros y después evaluar el posible efecto de estos flujos sobre la situación financiera de la empresa. Sobre la base de estas proyecciones se elaborarán planes para la adecuada liquidez para pagar las cuentas y otras obligaciones a su vencimiento. Estas obligaciones pueden hacer que sea necesario obtener fondos adicionales. Con el fin de controlar el desempeño, el director financiero necesita establecer ciertas normas, las cuales serán utilizadas para comparar lo real con lo planeado.

1.3 PRINCIPIOS DE LOS RENDIMIENTOS FINANCIEROS

1.3.1 ENTORNO FINANCIERO

En diversos grados todas las empresas mercantiles operan dentro del sistema financiero. Cuando se vende un producto o servicio el vendedor recibe efectivo o un activo financiero bajo la forma de una cuenta por cobrar. Además la empresa invierte los fondos ociosos en valores realizables y aquí tiene un contacto directo con el sistema financiero para financiar sus inversiones en activos. El sistema financiero es el mercado financiero organizado, que está integrado por el conjunto de instituciones que generan, recogen, administran y dirigen el ahorro y la inversión, dentro de una política económica determinada, cuya actividad se rige por las leyes y reglamentos que regulan las transacciones de activos financieros y por los mecanismos e instrumentos que permiten la transferencia de activos entre los oferentes que

generan el ahorro y los demandantes que utilizan el mismo. Los activos financieros existen en una economía debido a que los ahorros de las diversas personas, empresas y gobiernos, durante un período difieren de su inversión en activos reales. Los activos reales se refieren a casas, edificios, equipos, inventarios y bienes duraderos. Si los ahorros fueran iguales a la inversión en activos reales para todas las unidades económicas en una economía durante todos los períodos de tiempo, no habría financiamiento externo, activos financieros, ni mercados de dinero y de capital. El activo financiero se da sólo cuando la inversión de una unidad económica en activos reales exceda sus ahorros y financia este exceso tomando préstamos o emitiendo valores de capital. Y por otro lado deberá existir otra unidad económica que esté dispuesta a prestar sus excedentes. La interacción entre los prestatarios y los prestamistas determinan las tasas de intereses. El propósito de los mercados financieros en una economía es asignar los ahorros en forma eficiente para los usuarios finales.

1.3.2 INTERMEDIARIOS Y MERCADOS FINANCIEROS

Existen tres formas externas mediante las cuales se pueden transmitir los fondos disponibles a las empresas que los requieran. Una es a través de un intermediario financiero, la cual es una institución o entidad de finanzas que acepta ahorros en depósito y los transfiere a las empresas que requieren de fondos. La otra forma es por medio de mercados financieros, representada por foros organizados donde los oferentes y demandantes de diversos tipos de fondos pueden realizar sus transacciones y finalmente por medio de la colocación directa de fondos, por ejemplo los instrumentos de deuda y las acciones preferentes.

De los intermediarios financieros se puede decir que son los que transforman los fondos en una forma que los hace más atractivos. El intermediario financiero está en posibilidad de agrupar ahorros para comprar valores primarios de distintos tamaños.

Los intermediarios canalizan los ahorros de los ahorrantes finales a los prestatarios finales a un costo más bajo y con menos inconvenientes de lo que es posible sobre una base directa. La mayoría de los fondos utilizados por las empresas no provienen directamente de las personas individuales sino por lo general de los bancos comerciales, compañías de seguros de vida, compañías financieras. Por último, el mercado financiero permite a los proveedores y a los solicitantes de préstamos e inversiones a corto y a largo plazo realizar transacciones directamente. Los dos mercados financieros más importantes son el mercado monetario y el mercado de capital.

Los mercados monetarios se refieren a las transacciones en instrumentos de deuda a corto plazo o valores comerciales y los mercados de capital se refieren a valores a largo plazo como son los bonos y acciones.

Los mercados de capital son necesarios para que crezca el monto de bienes en la economía. Permiten que los segmentos de la economía que requieren capital para adquirir instalaciones y equipos lo obtengan de fondos aportados por los ahorrantes. Las bolsas de valores que conforman los mercados de capital realizan numerosas funciones de importancia, como crear un mercado continuo que no difiera en mucho el precio al que fueron vendidos inicialmente, asigna el capital escaso, determina y publica las cotizaciones de los valores, y apoya nuevos financiamientos.

La Bolsa de Valores de Guatemala tiene poco tiempo de estar funcionando, representa parte del sector financiero del país y su función principal es canalizar el ahorro de personas

naturales y jurídicas para crear financiamiento, ampliar la oferta de emisión de valores y prepara liquidez inmediata. En ella el inversionista podrá elegir la clase de inversión, tasa, plazo o garantía con la oferta de valores que se le presentan.

Sin bolsa de valores, los inversionistas tendrían que mantener las obligaciones hasta su vencimiento, y las acciones, indefinidamente. Un mercado continuo reduce la variabilidad de los precios de las obligaciones, aumentando así su liquidez.

La asignación de los ahorros en una economía se lleva a cabo sobre la base del rendimiento esperado y el riesgo. A su vez, el riesgo global de un valor depende de las posibilidades de la falta de pago, de su negociabilidad, su vencimiento, además, la inflación esperada y la inflación imprevista tienen un efecto importante sobre todos los rendimientos, ya que normalmente la tasa de interés nominal sobre un valor incluye una prima por inflación. Mientras más alta sea la inflación esperada, más alto será el rendimiento nominal sobre el valor, y mientras menor sea la inflación esperada será menor el rendimiento nominal. Por ejemplo, si la tasa real anual de interés en la economía fuera del 6% para riesgos seleccionados y se esperara una inflación del 10% anual durante los próximos 10 años, esto implicará un rendimiento del 16% para inversiones a 10 años, de alta calidad. Esto significa que los prestamistas requieren una tasa de interés nominal lo bastante alta para ganar la tasa real de interés.

Otro aspecto muy importante que se está dando en los mercados financieros internacionales como en nuestro medio, es la innovación financiera, en donde se introducen nuevos productos y procesos, y esto deriva en utilidades. Al hacer más eficientes y/o completos los mercados financieros, las innovaciones financieras recompensan al iniciador de ellas, mientras que al mismo tiempo benefician a los demás participantes del mercado a

través de menores costos e inconvenientes junto con una mayor variedad de instrumentos financieros.

La innovación así como la modernización financiera ha sido un tópico de moda en el ámbito nacional. La modernización, en lugar de ser un fenómeno aislado, es un reflejo de la cambiante realidad mundial. La liberación del marco legal de las actividades financieras en el extranjero; los cambios en la economía que promueve el abandono de fronteras en las transacciones comerciales, además del acelerado desarrollo tecnológico que se ha registrado en los últimos años hacen que los cambios sean necesarios.

Las causas que han originado las innovaciones financieras son: Las tasas de inflación y las tasas de interés volátiles, avances tecnológicos y el ciclo de los negocios. Durante los últimos años ha habido una importante variación en las tasas de inflación y de interés, tanto en las nominales como en las reales. En el ambiente los nuevos productos financieros se diseñan para reducir este riesgo. Es decir que las situaciones de cambiantes tasas de interés e inflación crean demanda de distintos tipos de instrumentos financieros. Las nuevas cuentas de depósito y de inversión, así como los préstamos con tasas flotantes son ejemplos de respuestas a este estímulo.

En cuanto a los avances tecnológicos se puede decir que la era de la computadora ha traído consigo un continuo aumento de las implicaciones a la industria de los servicios financieros y una disminución en los costos por operación. Así vemos que las transferencias electrónicas, las máquinas de cajeros automáticos, las terminales en el punto de venta, y las telecomunicaciones han cambiado prácticamente la forma en que se brindan los productos y procesos financieros y la forma en que se fijan sus precios. Los costos han disminuido a través de la automatización y la tecnología ha reducido la necesidad de trabajo manual por parte de las

instituciones financieras, lo cual mejora la exactitud y rapidez de una operación, aumentando con ello la satisfacción del cliente, tanto si se trata de un depositante, un prestatario corporativo, un inversionista o una empresa emisora de acciones.

Finalmente, los cambios en el ciclo de los negocios pueden impulsar la innovación financiera. En un período de prosperidad económica hay un mayor incentivo en ofrecer nuevos productos y procesos financieros que cuando existe una recesión.

1.4 HERRAMIENTAS DEL ANALISIS Y PLANEACION FINANCIERA

1.4.1 HERRAMIENTAS DEL ANALISIS

El primer paso para implementar la Administración Financiera, es el conocimiento previo y preciso de la situación en que se encuentra la empresa, ya que es imposible la toma de decisiones sin conocer el alcance y repercusión de los beneficios o perjuicios que la selección de las alternativas puedan traer a la estructura financiera de las empresas. Por lo que antes de estructurar la administración financiera, deberá hacerse un análisis previo de sus estados financieros. Por análisis debe entenderse, como la distinción y separación de las partes de un todo hasta llegar a conocer sus principios o elementos.

El análisis de los estados financieros enfocados aisladamente de sus diversos elementos y componentes no puede llevar a conclusiones definitivas, para realizarlo se necesita hacer comparaciones entre sus diversos elementos y componentes para poder medir la magnitud relativa de los mismos.

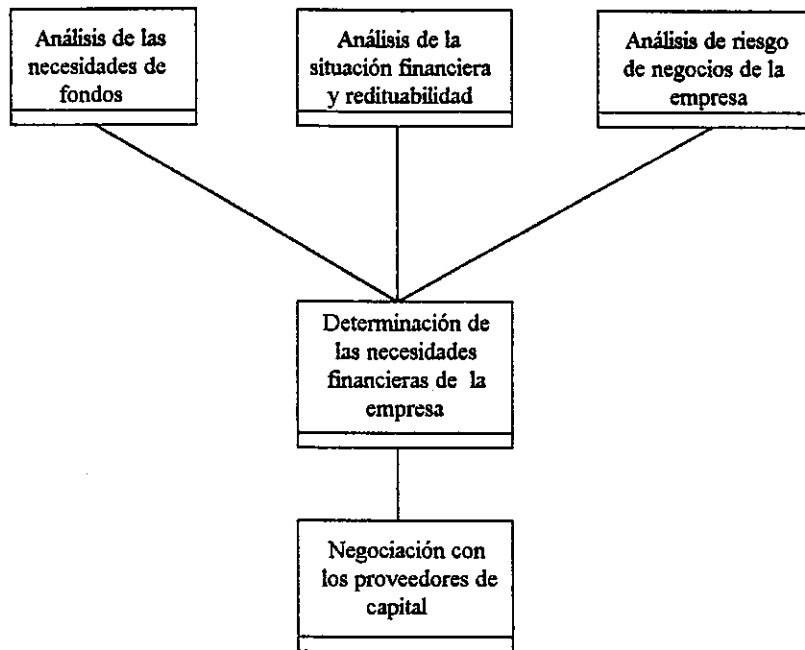
El análisis financiero significa diferentes cosas para distintas personas. Así vemos que los acreedores comerciales están interesados en primer lugar en la liquidez de la empresa que está siendo analizada. Sus derechos son a corto plazo y por lo mismo desean conocer la capacidad

de la empresa de poder cumplirlos. Por otra parte, los derechos de los tenedores de bonos son a largo plazo y por lo tanto, están interesados en la capacidad del flujo de efectivo de la empresa para cumplir con la deuda a través de un largo período de tiempo. El tenedor de los bonos podrá evaluar esta capacidad mediante el análisis de la estructura de capital de la empresa, las principales fuentes y usos de los fondos, la rentabilidad de la empresa a lo largo del tiempo y las proyecciones de los futuros rendimientos. Por último, el inversionista en acciones comunes de la compañía está interesado principalmente en las utilidades actuales y las que se esperan en el futuro, así como en la estabilidad de estas utilidades alrededor de una tendencia.

El análisis financiero puede realizarse desde el punto de vista externo y desde el punto de vista interno. Lo descrito en el párrafo anterior se refiere al análisis desde el punto de vista externo, en cuanto al punto de vista interno, la empresa necesita llevar a cabo análisis financieros con el fin de planear y controlar de modo efectivo.

Se puede utilizar varias estructuras conceptuales en el análisis financiero de una empresa. Los factores que se deben tomar en cuenta al realizar un análisis cuando se esté considerando financiamiento externo se presentan en el siguiente cuadro:

Cuadro 1
Marco Conceptual Para El Análisis Financiero



Los factores que aparecen en los primeros tres elementos del cuadro 1, deben usarse para determinar las necesidades financieras de la empresa y deben ser considerados en forma conjunta. Mientras mayor sea la necesidad de fondos, será mayor el rendimiento total que requerirá. La naturaleza de las necesidades de fondos influyen sobre el tipo de financiamiento que se debe utilizar. Si existe un componente estacional en el negocio, este componente se añade al financiamiento a corto plazo y a préstamos bancarios en particular. El riesgo básico de negocio de la empresa también afecta intensamente el tipo de financiamiento que se debe usar. Mientras mayor sea el riesgo del negocio resulta menos deseable el financiamiento por

medio de deuda con relación al financiamiento mediante acciones comunes. De lo anterior se puede determinar que el financiamiento mediante capital es más seguro debido a que no existe obligación contractual alguna de pagar intereses y principal, como sucede con la deuda. Generalmente una empresa con alto grado de riesgo de negocios haría mal en tomar también mucho riesgo financiero.

En el último elemento, siempre del cuadro 1, podemos observar que no es suficiente determinar el mejor plan de financiamiento desde el punto de vista de la empresa y suponer que se puede llevar a cabo. Es necesario convencer a los suministradores externos de capital. Sirve como un mecanismo de retroalimentación para los otros cuatro factores del cuadro anterior.

1.4.1.1 MÉTODOS DE ANÁLISIS

Las funciones primarias de los métodos de análisis de los estados financieros son la simplificación de cifras y sus relaciones para hacer factible la comparación. Existen dos clases de comparaciones: las verticales y horizontales.

1.4.1.1.1 MÉTODO DE ANÁLISIS VERTICAL

El método vertical se realiza entre estados financieros de un mismo periodo, por lo que se considera incidentalmente el factor tiempo, destacándose la magnitud de las cifras y sus relaciones. Este método se puede realizar por medio de:

- a) La Reducción de los Estados Financieros a Por Cientos Integrales: Consiste en reducir a porcentajes las cantidades contenidas en los estados financieros. Es decir que el todo es igual a la reunión de sus partes y la consideración de una cantidad es igual al 100%.

b) **Método de las Razones Simples:** Otra forma de poder utilizar el método vertical es por medio del uso de razones simples, que no es más que establecer las relaciones de las partidas y de los grupos de partidas entre sí por medio de los resultados de diversos cálculos matemáticos. El objeto fundamental de éste método se basa en que las relaciones que existen entre los diversos elementos que figuran en los estados financieros son los factores más importantes, y no los valores absolutos de los mismos.

La función de este método se limita a servir de auxiliar para el estudio de las cifras de los negocios, señalando solo probables puntos débiles. Su uso inteligente requiere aplicar los índices asociados con otra información ayudando a:

- Controlar sus operaciones,
- Evaluar el uso efectivo y eficiente de sus recursos,
- Evitar caer en insolvencia.

Existen tres tipos de razones o relaciones que puede establecerse:

1. **Razones Estáticas:** Expresan la relación cuantitativa que hay entre las partidas o grupos de partidas del balance con otras del mismo estado.
2. **Razones Dinámicas:** Expresan la relación cuantitativa que existe entre partidas o grupo de partidas del estado de resultados.
3. **Razones Estático - Dinámicas:** Razones que expresan la relación cuantitativa que existe entre los valores en libros y partidas o grupo de partidas de un balance y partidas o grupo de partidas del estado de resultados.

Las cuatro categorías de Razones Financieras son:

1. Razones de Solvencia (Liquidez)

Miden la capacidad de la empresa para satisfacer sus obligaciones corrientes con su efectivo, o recursos fácilmente convertidos en efectivo o disponible.

Las medidas básicas de liquidez son:

Razón de Solvencia

$$\frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

Razón de liquidez

$$\frac{\text{Activo Circulante (-) Inventario}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

2. Razones de Estabilidad (cobertura, solidez, endeudamiento)

La situación de endeudamiento de una empresa indica el monto de dinero de terceros que se usa para generar utilidades. El analista financiero se ocupa en especial de las deudas a largo plazo, ya que éstas la comprometen a pagar intereses a largo plazo y a devolver la suma prestada. Las medidas más comunes son:

Razón de Endeudamiento

$$\frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Activos Totales}}$$

Cuando más alto sea esta razón, tanto más alto será el apalancamiento financiero de la empresa.

Razón de Estabilidad

$$\frac{\text{Activo Fijo Neto}}{\text{Pasivo Largo Plazo}}$$

Este índice representa el porcentaje en el que las deudas a largo plazo están financiando los activos fijos de la empresa.

Inversión en Activos Fijos

$$\frac{\text{Capital Contable}}{\text{Activos Fijos Netos}}$$

Por medio de este índice podemos determinar el porcentaje con el cual el capital contable está contribuyendo con la inversión en activos fijos.

Relación Pasivo Capital

$$\frac{\text{Pasivo Largo Plazo}}{\text{Capital Contable}}$$

Este índice indica la relación entre los fondos a largo plazo que suministran los acreedores, y los que aportan los propietarios de la empresa. Generalmente se utiliza para estimar el grado de apalancamiento financiero de la empresa.

3. Razones de Rentabilidad

Miden el grado de éxito o fracaso de una empresa o división, en un período determinado.

“Existen muchas medidas de rentabilidad, cada una de las cuales relacionan los rendimientos de la empresa con las ventas, los activos o el capital. Como grupo, estas medidas permiten al analista evaluar las ganancias de la empresa con respecto a un nivel determinado de ventas, de activos, o de la inversión de los accionistas. Se presta especial atención a la rentabilidad de la

empresa, ya que para sostenerse es necesario producir utilidades. Sin éstas, una empresa no atrae capital externo y además, los acreedores y dueños existentes intentarían recuperar sus fondos ante el futuro incierto de la empresa".²

Las razones de rentabilidad más comunes son:

Margen de utilidad Bruta $\frac{\text{Utilidad Bruta}}{\text{Ventas Netas}}$

Esta razón señala la utilidad de la empresa con relación a las ventas después de deducir el costo de producir las mercancías vendidas. Señala la eficiencia de las operaciones y también cómo han sido fijados los precios de los productos.

Margen de Utilidad Neta

$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}}$

Esta razón señala la eficiencia relativa de la empresa después de tomar en cuenta todos los gastos y el impuesto sobre la renta, pero no los cargos extraordinarios.

Tomando en forma conjunta las dos razones anteriores, estamos en posibilidad de obtener conocimientos considerables sobre las operaciones de la empresa. Si el margen de utilidad bruta permanece fundamentalmente sin cambios durante un período de varios años, pero el margen de utilidad neta ha declinado durante el mismo período, sabemos que la causa es o gastos más altos con relación a las ventas o una tasa de impuesto más alta. Por otro lado, si el margen de utilidad bruta disminuye, sabemos que el costo de producir las mercancías con

² Gitman, Lawrence J, Fundamentos de Administración Financiera, Tercera Edición, Editorial Zaragoza, S.A. de C.V., México 1986, p. 202

relación a las ventas han aumentado, lo cual puede deberse a precios más bajos o a una menor eficiencia operativa con relación al volumen.

Rendimiento con Relación a la Inversión

$$\frac{\text{Utilidad Neta después de impuestos (-) Dividendos en Acciones Preferentes}}{\text{Capital Contable (-) Valor par de las Acciones Preferentes}}$$

Capital Contable (-) Valor par de las Acciones Preferentes

Esta razón señala la capacidad de obtener utilidades sobre la inversión en libros de las acciones y se utiliza con frecuencia para comparar dos o más empresas de una industria.

Rotación y Capacidad de Producir Utilidades

$$\frac{\text{Ventas}}{\text{Total Activos Tangibles}}$$

Esta razón señala la eficiencia relativa con la que una empresa utiliza sus recursos para obtener producción. Cuando se multiplica la rotación de activos de la empresa por el margen de utilidad neta se obtiene la razón de rendimiento sobre activos, o capacidad de producir utilidades sobre el total de activos tangibles.

4. Razones de Actividad

Se emplean para medir la velocidad o rapidez a la que diversas cuentas se convierten en ventas o en efectivo. Son mediciones de la efectividad con que la empresa está usando los activos empleados. Las razones de actividad más usuales son:

Rotación de Cuentas por Cobrar

$$\frac{\text{Ventas. Netas (crédito)}}{\text{Promedio de cuentas y Doctos. X Cobrar}}$$
Plazo medio de Cobranza

$$\frac{365}{\text{Rotación de Ctas. y Doctos. Por Cobrar}}$$

El período de cobranza promedio o duración medias de las cuentas por cobrar, es útil para evaluar las políticas de crédito y cobranza. En las empresas comerciales estos índices son muy importantes, pues el 60% de sus ventas son al crédito, y de ello dependerá qué tipo de financiamiento utilizará.

Rotación de Inventarios

$$\frac{\text{Costo Artículo Vendido}}{\text{Promedio de Inventarios}}$$
Plazo medio de Venta

$$\frac{365}{\text{Rotación de Inventario}}$$

La actividad o liquidez del inventario de una empresa se mide normalmente por su rotación. El resultado de la rotación es significativo sólo si se le compara con el de otras empresas del mismo ramo o con la rotación del inventario anterior de la empresa.

Rotación de Cuentas por pagar

$$\frac{\text{Compras al Crédito}}{\text{Promedio de Cuentas y Doctos. Por Pagar}}$$

Plazo Medio de Pago

$$\frac{365}{\text{Rotación Ctas. X Pagar}}$$

Esta razón sólo es significativa con respecto a las condiciones usuales de crédito promedio que se le concede a la empresa. Si los proveedores conceden a la empresa términos de crédito de 30 días y la razón es de 60 o 90 días, el analista le dará una categoría crediticia baja.

Rotación del Activo Total

$$\frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Activo Total Promedio}}$$

Este índice indica la eficiencia con la que la empresa puede emplear sus activos para generar quetzales de ventas. Cuanto mayor sea esta rotación, tanto más eficiente se habrán empleado los activos.

Finalmente, por el método de análisis vertical, además del método de reducción de los estados financieros y el método de razones simples, también se puede utilizar el método de razones estandar. Sobre este punto destaca W.A. Paton, en su Manual del Contador, la importancia del uso de este método en el sentido, que una razón en sí carece total o parcialmente de significado y sólo lo tiene cuando se le compara con un estandar. Existiendo para el efecto dos clases de razones estandar: las que se deducen de medios internos, es decir cuando se utilizan cifras y elementos de la propia empresa, basándose generalmente en datos

estadísticos de hechos y operaciones realizadas en un período no menor de tres años ni mayor de cinco; y las que se obtienen de datos y cifras externas, es decir, de los hechos y resultados de empresas similares, colocadas en situaciones semejantes.

1.4.1.1.2 MÉTODO DE ANÁLISIS HORIZONTAL O DINÁMICO

Se le llama así, porque las cifras que se emplean en los cálculos generalmente se muestran en el mismo renglón de un estado. El análisis horizontal de los estados complementa el análisis vertical. Para poder analizar en forma horizontal se cuenta con varios métodos entre los cuales están los siguientes:

a. Método de Aumentos y disminuciones

En este método se comparan cifras homogéneas correspondientes a dos o más fechas de una misma clase de estados financieros, pertenecientes a diferentes períodos.

b. Método de Tendencias

Este método de análisis, como los otros que han sido descritos con anterioridad, es un medio y no un fin; solo puede proporcionar indicios, provocar insinuaciones. En este método se infiere que razonablemente es probable que la dirección del movimiento de las tendencias prevalezca en el presente y se proyecten dentro del futuro cercano. El analista compara las tendencias de los datos financieros y de operación relacionados entre sí, para formarse una opinión de que las tendencias favorables o desfavorables se reflejan en los datos.

c. Método del Control del Presupuesto

Este método se refiere a que las ganancias de una empresa disminuyen considerablemente cuando surgen dificultades administrativas; por ello, es importante no sólo conocer la situación actual de la empresa, sino además prever con la mayor probabilidad de las situaciones futuras de la empresa.

1.4.2 PLANEACION FINANCIERA

La planeación financiera forma parte de las tareas del ejecutivo de finanzas. Los planes y presupuestos financieros proporcionan lineamientos de las trayectorias a seguir para alcanzar los objetivos de la empresa. Además, estos instrumentos proporcionan una estructura para coordinar las diversas actividades de la empresa así también actúan como un mecanismo de control para establecer un patrón de funcionamiento respecto al cual pueden evaluarse los resultados reales.

Dos aspectos fundamentales del proceso de la planeación financiera son la Planeación del efectivo y la Planeación de las Utilidades. La primera se realiza al elaborar el presupuesto de caja o efectivo, debe su importancia al hecho de que el dinero efectivo es el elemento primordial de la empresa; de no contar con una cantidad de efectivo adecuada la empresa perdería solvencia. La planeación de las utilidades se lleva a cabo con estados financieros pro-forma, los cuales muestran niveles anticipados de utilidades, activo, pasivo y capital.

El proceso de planeación financiera se inicia con la elaboración de planes financieros a largo plazo, los cuales, a su vez, dictan los parámetros generales reflejados en los planes y presupuestos a corto plazo. En términos generales, dichos planes y presupuestos son guías operacionales para alcanzar los objetivos a largo plazo de la empresa. Los planes financieros a

largo plazo se concentran en la implementación de gastos propuestos de capital, actividades de desarrollo e investigación, acciones de desarrollo de mercados y de productos así como las fuentes principales de financiamiento.

El proceso de planeación financiera a corto plazo refleja los resultados que se esperan a partir de acciones a un plazo cercano. La mayoría de estos planes por lo regular abarcan periodos de un año. Entre los principales insumos se encuentran la predicción de ventas, así como diversas formas de información operacional y financiera. En el cuadro 2, se presenta el proceso de planeación financiera a corto plazo de una empresa manufacturera, partiendo de la predicción inicial de ventas a través del desarrollo del presupuesto de caja, el estado de resultados pro-forma y el balance general. Y en el cuadro 3 se presenta el proceso de planeación financiera a corto plazo de una empresa comercial que se dedica a la venta de electrodomésticos.

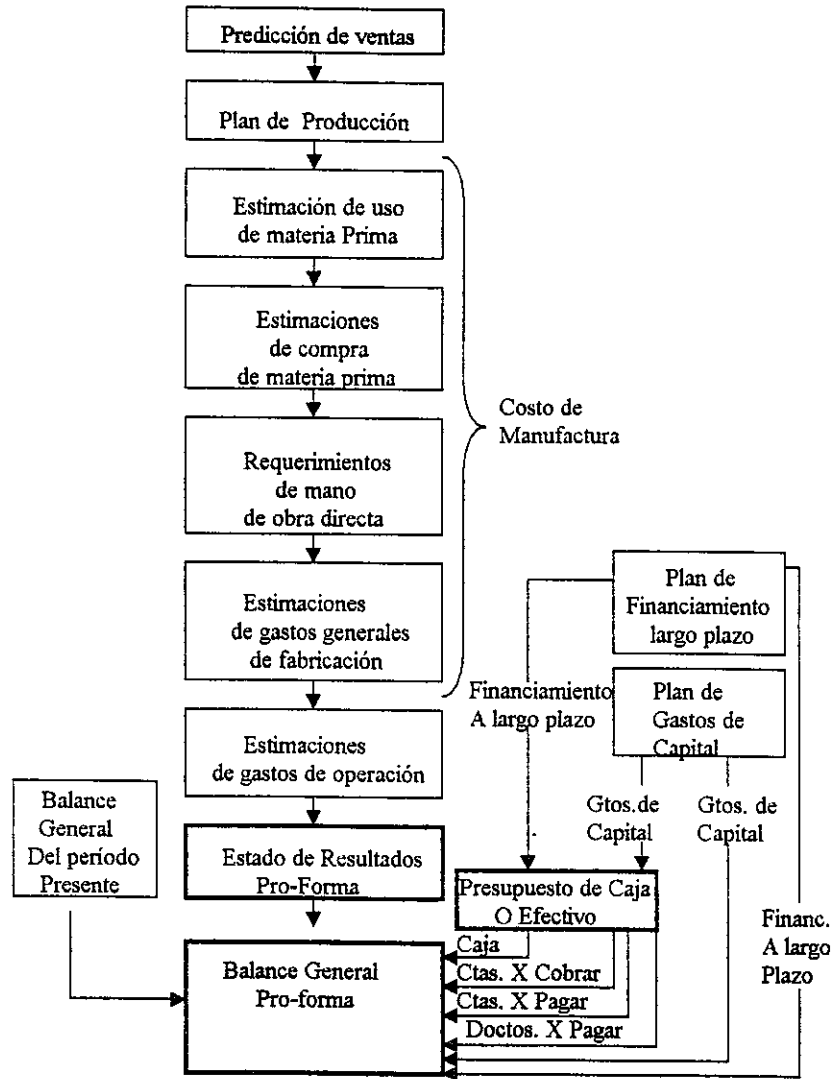
En la empresa manufacturera, por medio de la predicción de ventas se desarrolla un plan de producción que considera el tiempo necesario para convertir un artículo de materia prima en producto terminado.

Los tipos y cantidades de materia prima requeridos durante el periodo de predicción pueden estimarse a partir del plan de producción. Con base a estas estimaciones de uso de materia prima, puede desarrollarse un programa de cuánto y cuándo se debe comprar la materia prima, así también puede hacerse las estimaciones de la cantidad de mano de obra directa requerida. También pueden calcularse los gastos de fábrica de la empresa. Por último, pueden utilizarse los gastos de operación. Al haberse preparado los anteriores presupuestos, se tendrá toda la información necesaria para estructurar el estado de resultados

pro-forma, creando así el presupuesto de efectivo, con base en descomposiciones mensuales o trimestrales de recepción y desembolso de efectivo.

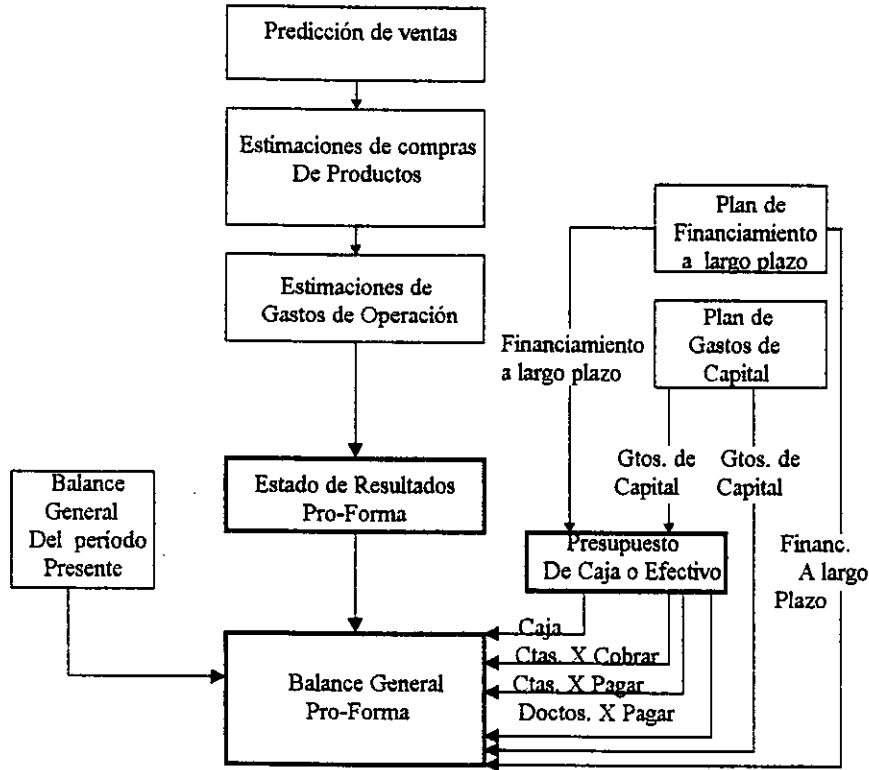
El estado de resultados pro-forma, el presupuesto de caja, el plan de financiamiento a largo plazo, el plan de gastos de capital y el balance general inicial, se utilizarán para elaborar el balance general pro-forma.

Cuadro 2
 Proceso de la Planeación Financiera a Corto Plazo de una Empresa Manufacturera



Cuadro 3

Proceso de la Planeación Financiera a Corto Plazo de una Empresa Comercial de Electrodomésticos



En cuanto a la empresa comercial que se dedica a la venta de electrodomésticos, y de la cual tratará esta tesis, será totalmente diferente el proceso de la planeación financiera, ya que dicha empresa no realiza la producción de los mismos, pues toda la mercadería es importada.

Según las predicciones de ventas, la empresa determinará las necesidades de mercadería a solicitar a los proveedores extranjeros.

1.4.2.1 PLANEACIÓN DEL EFECTIVO

El presupuesto de caja permite a la empresa planear sus necesidades de efectivo a corto plazo. Primero debe atenderse la planeación de los superávit y déficit de efectivo. Una empresa que espera un superávit puede planear inversiones a corto plazo, mientras que la empresa que experimentará un déficit debe ajustar el financiamiento para corto plazo. El presupuesto de caja brinda al administrador financiero una perspectiva del momento en que se esperan flujos y salidas de efectivo en un periodo determinado. Este presupuesto proporciona a la empresa las cifras que indican el saldo de caja final esperado, el cual puede analizarse a fin de determinar si se espera un déficit o un superávit en cada uno de los meses que abarca la predicción.

1.4.2.2 PLANEACIÓN DE UTILIDADES: ESTADOS PRO-FORMA

El proceso de planeación de utilidades radica en la elaboración de estados pro-forma, es decir los estados financieros proyectados. El presupuesto de efectivo sólo da información sobre las probables posiciones futuras de efectivo de la empresa, mientras que los estados pro-forma incluyen pronósticos de todas las partidas de activo y pasivo, así como del estado de resultado.

1.5 ADMINISTRACION DEL CAPITAL DE TRABAJO

La administración del capital de trabajo se refiere al manejo de las cuentas corrientes de la empresa, las cuales comprenden los activos circulantes y los pasivos a corto plazo. Una

empresa debe mantener un nivel satisfactorio de capital de trabajo. El activo circulante debe ser lo suficientemente grande para cubrir el pasivo a corto plazo, con el fin de consolidar un margen razonable de seguridad. El objetivo de este tipo de administración consiste en manejar cada uno de los activos y pasivos circulantes de la empresa. Los principales activos circulantes son: el efectivo, los valores negociables, las cuentas por cobrar y los inventarios. Cada uno de estos activos debe manejarse eficientemente para conservar la liquidez de la empresa, observando un nivel que no sea demasiado alto para cualquiera de ellos. El pasivo a corto plazo de mayor importancia comprende las cuentas por pagar, los documentos por pagar y los pasivos acumulados.

1.5.1 ADMINISTRACIÓN DEL EFECTIVO Y VALORES REALIZABLES

Una de las áreas más importantes de la administración del capital de trabajo, es el área del efectivo y de los valores negociables, porque representan los activos más líquidos de la empresa, por lo que constituyen a la larga la capacidad de pagar las cuentas al momento de su vencimiento. Existen varios motivos para mantener efectivo, los más importantes son: el motivo de las operaciones es decir la necesidad de efectivo para hacer frente a los pagos que se originan en el curso normal de los negocios. Y el motivo de la precaución lo cual se refiere a mantener alguna reserva para hacer frente a contingencias. La administración del efectivo incluye la administración del dinero, con el fin de maximizar la disponibilidad de efectivo y las utilidades por intereses sobre cualquier fondo inactivo. Por una parte la función se inicia cuando un cliente cancela su cuenta por cobrar y termina cuando un proveedor, un empleado o el gobierno obtienen fondos que le cobran a la empresa sobre una cuenta por pagar o alguna acumulación.

En la administración del efectivo se debe intentar agilizar los cobros y hacer más lentos los pagos con el fin de tener disponible una cantidad máxima de efectivo. Los cobros se pueden agilizar mediante la concentración bancaria, el sistema de apartado postal y otros procedimientos diversos. Los desembolsos se deben manejar para lograr la máxima flexibilidad de transferencia y el momento óptimo de los pagos, teniendo en mente las relaciones con los proveedores.

En cuanto a los valores realizables que pueda invertir la empresa se encuentran los valores de entidades gubernamentales, aceptaciones bancarias papel comercial, convenios de recompra, certificados de depósito etc. En la administración de valores realizables, se intenta igualar hasta cierto grado, los vencimientos de las inversiones con las probables necesidades futuras de fondos.

1.5.2 ADMINISTRACION DE CUENTAS POR COBRAR E INVENTARIOS

Las cuentas por cobrar y los inventarios, son los activos circulantes dominantes de las empresas, y especialmente de las empresas comerciales. Representan inversiones considerables para la empresa, y por lo tanto, deben convertirse rápidamente en efectivo, manteniendo un nivel adecuado de servicio.

La administración de cuentas por cobrar se centra en las políticas de cobranza. Las políticas de crédito presentan dos facetas: las normas y análisis de crédito. Las políticas de crédito determinan el tipo y el grado de esfuerzos realizados para cobrar adeudos vencidos, e incluyen la calidad de las cuentas aceptadas, el período de tiempo concedido, el descuento por pronto pago otorgado y el nivel de gastos de los cobros. Las políticas de crédito y cobranza de la empresa, junto con sus procedimientos de crédito determinan la magnitud y calidad de

su posición de cuentas por cobrar. Al evaluar a un solicitante de crédito, el analista de crédito obtiene información financiera y de otros tipos sobre el solicitante, analiza esta información y llega a una decisión de crédito.

En cuanto a los inventarios, aunque la administración de los mismos por lo general no está bajo la responsabilidad operativa directa del director financiero, la inversión de fondos en inventarios es un aspecto muy importante de la administración financiera. Por consiguiente el director financiero tiene que estar familiarizado con las formas de controlar de modo efectivo los inventarios con el fin de que se pueda asignar con eficiencia del capital. Mientras mayores sean los costos de oportunidad de los fondos invertidos en inventarios será menor el nivel óptimo de inventarios promedio y menor la cantidad óptima a pedir. Las ventajas de tener mayores inventarios son varias. La empresa puede llevar a cabo economía de producción y compras y puede entregar los pedidos con mayor rapidez, es decir que la empresa se vuelve más flexible. Las desventajas obvias son el costo total de mantener el inventario, incluyendo los costos de almacenamiento y el rendimiento requerido sobre el capital inmovilizado en inventarios.

1.6 INVERSION EN ACTIVOS DE CAPITAL (Activo Fijo)

La formación del activo de capital se puede definir como cualquier inversión que aumente la capacidad productiva de la sociedad. Los activos fijos se denominan a menudo activos que producen utilidades, pues generalmente son éstos los que proporcionan la base de la capacidad de la empresa para generar utilidades, así como su valor. Cuando una empresa hace una inversión de capital incurre en una salida de efectivo actual, esperando a cambio beneficios futuros. Generalmente, estos beneficios se extienden más allá de un año en el futuro. Los

ejemplos que se pueden mencionar al respecto son: inversión en activos como equipos, edificios y terrenos, así como la introducción de un nuevo producto, un nuevo programa para investigación y desarrollo. Por lo que el éxito y la rentabilidad futura de la empresa dependen de las decisiones de inversión que se tomen en la actualidad. Los gastos de capital pueden hacerse por varias razones, pero aunque los motivos difieran, las técnicas para valorarlo son siempre las mismas. Los principales motivos de los gastos de capital son el adquirir, reemplazar o actualizar los activos fijos u obtener algún beneficio menos tangible en un periodo largo.

Para evaluar alternativas de gastos de capital, deben determinarse las entradas y las salidas de efectivo después de impuestos de cada proyecto. Es preferible evaluar flujos de efectivo que datos contables, pues estos flujos afectan directamente la capacidad de la empresa para pagar cuentas o comprar activos.

Las técnicas de presupuestación de capital que se utilizan para determinar la aceptación o el rechazo de las alternativas de gastos de capital se dividen en:

- a. Técnicas de presupuestación de capital no elaboradas. Se refieren al cálculo de la tasa promedio de rendimiento y hallar el período de recuperación de la inversión. “La tasa media de rendimiento se calcula al dividir las utilidades promedio después de impuestos entre la inversión media. La desventaja de emplear la tasa promedio de rendimiento consiste en que ésta no es congruente con la maximización de la riqueza, se basa en datos contables y no refleja el factor tiempo en el valor del dinero”.³

³ Lawrence J. Gitman, Op. Cit. Pág. 431

El período de recuperación de la inversión se calcula determinando la cantidad de tiempo que le tomará a la empresa recuperar su inversión inicial, el método de recuperación de la inversión es el mejor de los métodos no elaborados para la presupuestación del capital.

- b. Técnicas de presupuestación de capital elaboradas: esta técnica considera explícitamente el factor tiempo dentro del valor del dinero, es decir que de una forma u otra, se descuentan los flujos de efectivo de la empresa a una tasa específica es decir la tasa de descuento o costo de oportunidad. Si la tasa es mayor que el costo del capital de la empresa o igual un proyecto o inversión es aceptable, de lo contrario, debe ser rechazado.

1.7 FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO

El financiamiento a largo plazo o pasivo a largo plazo se define como la deuda que tiene un vencimiento mayor a un año.

El financiamiento de la deuda a largo plazo se puede obtener de dos formas: prestando directamente el dinero, estos préstamos presentan ciertos requisitos, y se pueden conseguir por medio de diversas instituciones financieras. Los bancos comerciales son una fuente primaria de financiamiento a largo plazo. Son dos las características del préstamo bancario a plazo que los distinguen de otros tipos de préstamos mercantiles: tienen un vencimiento final de más de un año; y frecuentemente representa crédito concedido bajo un convenio de préstamo formal.

La tasa de interés sobre un préstamo a largo plazo se puede fijar de dos formas: al inicio del préstamo se puede establecer una tasa fija que sea efectiva durante la vida del préstamo o se puede fijar una tasa variable que se ajustará de acuerdo con los cambios en la tasa fija. En

|

=

=====

ocasiones se establece una tasa máxima o una mínima, limitando la escala dentro de la cual pueda fluctuar la tasa.

Un segundo método para obtener financiamiento a largo plazo consiste en vender pasivos negociables en forma de bonos. Al vender bonos, la empresa puede asimismo vender pequeñas partes del financiamiento total del adeudo a varios compradores.

1.7.1 INSTRUMENTOS Y MERCADOS

Las empresas, para obtener financiamiento a largo plazo cuentan con varios medios, como se mencionó en los párrafos anteriores. Además de los préstamos bancarios y la emisión de bonos tenemos los siguientes: Arrendamiento financiero el cual es un contrato mediante el cual el arrendador le otorga al arrendatario el derecho exclusivo de utilizar un activo, por un tiempo convenido, a cambio del pago de un alquiler. El arrendamiento financiero puede ser de tres tipos: un convenio de venta y arrendamiento simultáneo, la adquisición directa de un activo bajo un arrendamiento y el arrendamiento apalancado.

En cuanto a la emisión de bonos se puede decir que, es un certificado que indica que una corporación ha prestado cierta cantidad de dinero, comprometiéndose a pagarla en una fecha futura. La empresa emisora acuerda pagar a los tenedores de bonos un importe por intereses en intervalo de tiempos especificados.

Los aspectos generales más frecuentes que se encuentran en un bono son: Un aspecto de conversión, es decir que le permite al tenedor del bono convertir los bonos en un cierto número de acciones de tipo común o preferente, siempre y cuando el valor de mercado de la acción sea mayor que el precio de conversión.

A continuación se presenta un resumen de los tipos de bonos así como de las características que presentan cada uno de ellos:

a) Bonos no Asegurados

a.1 Bonos de Deuda Debenture: Estos bonos se caracterizan porque solo las compañías dignas de crédito pueden emitirlos. Los bonos convertibles son normalmente bonos de deuda.

a.2 Bonos de Deuda Subordinados: No se cumple con los requerimientos de pago hasta que la de los acreedores con deudas ya antiguas hayan sido totalmente cubiertas.

a.3 Bonos de Utilidades: Se paga el interés requerido solo cuando se dispone de utilidades, de las cuales se toma la parte destinada al pago. Este tipo de bono normalmente se emite en la reorganización de una empresa que ha fracasado o está por fracasar.

b. Bonos Asegurados:

b.1 Bonos Hipotecarios: Son asegurados por un embargo preventivo sobre la propiedad de bienes raíces.

b.2 Bonos Fiduciarios Colaterales: Son asegurados por acciones y/o bonos que son propiedad del emisor. El valor de la garantía es generalmente de 25 a 35% mayor que el valor del bono.

b.3 Certificados Fiduciarios de Equipo: Son empleados para financiar equipo rodante (aviones, camiones, botes, vagones de ferrocarril, etc.). Es un mecanismo mediante el cual un fiduciario compra equipo con fondos obtenidos por medio de la compra de

certificados fiduciarios y luego alquila el activo a la empresa, la cual, después del último pago de alquiler programado, recibe el título de propiedad del activo.

CAPITULO II

ESTRUCTURA DE CAPITAL

2.1 ASPECTOS CONCEPTUALES DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

Por definición sabemos que el capital contable de una empresa está integrado por las acciones comunes y preferentes y las utilidades acumuladas. Que uno de los objetivos de la administración financiera es buscar el mejor aprovechamiento de los recursos, utilizándolos con eficiencia para alcanzar el máximo grado de rentabilidad del capital aportado, sobre la base de una adecuada productividad y margen de ganancia que permitan beneficios satisfactorios.

En el desarrollo de este capítulo y a lo largo de la tesis, en el análisis de la estructura del capital se considerará el pasivo a largo plazo, no como parte del capital de los accionistas, sino como una forma de obtener financiamiento que repercute en la estructura del capital, pues al momento de necesitar financiamiento para las operaciones de la empresa, se podrá tener varias alternativas, por ejemplo: La obtención de pasivos a largo plazo; el aumento del capital por medio de la emisión de nuevas acciones ordinarias o preferentes o la capitalización de las utilidades retenidas. En este capítulo veremos en qué forma afecta la estructura del capital el obtener préstamos a largo plazo, aumentar el capital por medio de una nueva emisión de acciones ordinarias o preferentes o la capitalización de las utilidades retenidas.

El capital tanto de los socios como de los acreedores, como fuente de los recursos de la empresa, tiene un costo, pues por ser un recurso escaso la empresa debe compensar a quienes lo proporcionan por el hecho de cederlo, aunque sea temporalmente. El precio de los

recursos, que el administrador financiero tiene que negociar para obtener el máximo rendimiento, se expresa como tasa de interés anual sobre préstamos y como precio de las acciones.

Para poder llegar a tener una adecuada estructura de capital, deben evaluarse las diferentes alternativas con que se cuenta, para que al combinarlas se logre un costo total más bajo. La utilización juiciosa de pasivo a largo plazo y capital común, puede que si se maneja bien conduzca a un menor costo de capital, mayores utilidades y un precio más alto de las acciones, propiciando así la oportunidad de inversiones aceptables que contribuyan a aumentar el caudal de los propietarios de la empresa.

Las decisiones inadecuadas pueden resultar en un alto costo del capital, el cual afectaría aún más el acceso a inversiones aceptables.

Otras consideraciones importantes que se deben tomar en cuenta al estructurar el capital de la empresa son: la del flujo de efectivo, la estabilidad de los ingresos, el control, las obligaciones contractuales, preferencia de administración, evaluación del riesgo externo y la programación en el tiempo.

En la escritura de constitución de las sociedades se especifica el total de capital autorizado, suscrito y pagado de las empresas, sin embargo, en algún momento determinado dicho capital no es suficiente para cubrir las necesidades de la empresa, por lo que se ve en la necesidad de adquirir financiamiento, el cual lo puede obtener como se comentó anteriormente, por medio de la contratación de pasivos a largo plazo; la emisión de nuevas acciones (Ordinarias o Preferentes); o la capitalización de las utilidades retenidas.

2.2 FUENTES DE FINANCIAMIENTO

2.2.1 PASIVOS A LARGO PLAZO

2.2.1.1 ASPECTOS GENERALES

Tal como se comentó en el capítulo anterior, las empresas para financiarse cuentan con dos tipos de mercados: el mercado de dinero y el mercado de capital. El mercado de capital se asocia con la obtención de recursos a largo plazo, a diferencia del mercado de dinero donde se obtienen recursos a corto plazo. En el mercado de capital se puede encontrar la oferta de valores tales como acciones y obligaciones a largo plazo. Estas últimas conllevan la devolución del capital original en un plazo mayor de un año. En este tipo de mercado participan entidades muy diversas. Los proveedores, conformados generalmente por las instituciones financieras que representan a los ahorradores; y los solicitantes que podrían clasificarse como empresas, gobiernos o individuos.

La presencia de la deuda propicia apalancamiento financiero, que tiende por su parte, a magnificar los efectos de las utilidades operativas incrementadas sobre los rendimientos de los propietarios. Dado que la deuda es normalmente la forma más barata de financiamiento de largo plazo debido a la deducción fiscal de los intereses, reduce además, el costo de capital, permitiendo que la empresa disponga de un mayor número de alternativas de inversión aceptable. En países desarrollados la forma más común de obtener financiamiento por medio de pasivos a largo plazo es con la emisión de bonos. En el Capítulo I se presentó más en detalle la información referente a las clases de bonos existentes así como sus características. (Ver páginas 33-34). En nuestro medio la forma más común de obtener financiamiento de capital por medio de pasivos a largo plazo, es al adquirir préstamos bancarios a largo plazo. A continuación se presentará un resumen conceptual de los créditos a largo plazo según su garantía:

| GARANTIA | CONCEPTO | PLAZO EN AÑOS | PORCENTAJE A PRESTAR |
|--------------|---|---------------|----------------------|
| Fiduciario | Préstamos personales, se confía en la honorabilidad y base patrimonial del o de los deudores. | 1 Hasta 3 | 100% |
| Prendarios | Tienen garantía de bienes muebles que pueden ser trasladados de un lugar a otro (maquinaria, mobiliario, equipo, inventario, acciones, títulos de crédito, semovientes, etc.) | 1 Hasta 3 | 70% |
| Hipotecarios | Tienen garantía de bienes inmuebles que no pueden ser trasladados de un lugar a otro (terrenos, edificios, fincas) | Hasta 20 | 70% |

2.2.1.2 ASPECTOS A EVALUAR AL ADQUIRIR FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO POR MEDIO DE BONOS

Al aumentar la proporción de las obligaciones a largo plazo, aumentan los cargos fijos, aumentando con ello la probabilidad de insolvencia de efectivo. Por lo que las empresas al adquirir obligaciones deben analizar la capacidad de los flujos de efectivo de la empresa para atender los cargos fijos. Al emitir bonos, mientras mayor sea el importe de los valores de garantía preferente que emita la empresa y más corto su vencimiento, serán mayores los cargos fijos. Estos cargos fijos incluyen pagos de capital e intereses sobre las obligaciones. Antes de adquirir cargos fijos adicionales, la empresa debe analizar sus flujos de efectivo futuros esperados, ya que los cargos fijos tienen que cubrirse con efectivo. La incapacidad de cumplir con estos cargos, pueden dar como resultado la insolvencia de efectivo. Mientras mayores y más estables sean los flujos de efectivo futuros esperados de la empresa, será mayor la capacidad de endeudamiento de la compañía.

Un aumento en los cargos fijos disminuye las utilidades, lo cual varía en las utilidades disponibles para los accionistas comunes.

Los intereses sobre las obligaciones se deducen antes del impuesto sobre la renta, mientras que los dividendos por acciones preferentes se deducen después del impuesto sobre la renta, por lo que las utilidades disponibles para los accionistas comunes son más altas cuando en la estructura del capital se incluyen deudas que cuando se emiten más acciones preferentes.

2.2.1.3 COSTO AL UTILIZAR PASIVOS A LARGO PLAZO

Otro aspecto importante que se debe analizar al estructurar el capital de las empresas, es el costo del capital, tal como se mencionó anteriormente, y se define como la tasa de rendimiento que una empresa debe obtener sobre sus inversiones para que su valor de mercado permanezca inalterado. Así también puede considerarse como la tasa de rendimiento requerida por los proveedores de capital en el mercado a fin de atraer el financiamiento necesario a un precio conveniente. Al mantener el riesgo constante los proyectos con una tasa de rendimiento menor al costo de capital reducirán el valor de la empresa; y los proyectos con una tasa de rendimiento mayor aumentarán el valor de la empresa.

El costo del capital al utilizar pasivos a largo plazo, cuando se emiten bonos está compuesto por dos elementos. Uno es el interés; y el otro es la amortización de descuentos otorgados o primas percibidas cuando se emiten inicialmente los bonos.

Las utilidades netas provenientes de la venta de un bono son los fondos que reditúan la venta después de que ya han sido pagadas todas las cuotas de corretaje y garantía. Algunas veces las utilidades netas provenientes de la venta de un bono son mayores que el valor

nominal o de vencimiento. Esto se da, regularmente cuando el interés establecido sobre el bono es mayor que el interés asociado a otros instrumentos de deudas con riesgo semejante. El bono es vendido con una prima a fin de ajustar el interés real con los rendimientos prevalectes en el mercado. Los bonos vendidos con un descuento, tienen tasas de interés establecidas por debajo de las tasas prevalectes para el caso de instrumentos de deuda con riesgo similar. Los costos de corretaje y garantía reducen las utilidades netas provenientes de la venta de un bono con prima, con descuento o a la par.

El interés es un gasto deducible de los impuestos, por lo que debe considerarse el costo del pasivo después de impuestos, sobre todo si se quiere juzgar su efecto en las utilidades de la empresa o compararlo con otra clase de valores que se puedan ofrecer y cuya serie de flujos no es deducible, como ocurre con las acciones preferentes y comunes. Para calcular el costo, primeramente se debe de calcular el costo antes de impuestos, y luego el costo después de impuestos, el cual se calcula ajustando el costo antes de impuestos a la tasa fiscal. Para comprender lo anterior se dará el siguiente ejemplo:

La compañía X planea la venta de bonos con un valor de Q.2 millones de quetzales a 10 años al 9% cada uno con un valor nominal de Q1,000.00. Los instrumentos de deuda con riesgo semejante a estos bonos producen un rendimiento mayor de 9% por lo que la empresa debe vender los bonos a Q.980.00 cada uno a fin de compensar la baja tasa de cupón. La empresa que garantiza la emisión de bonos percibe una cuota del 2% del valor nominal del bono ($Q,1,000 \times 2\% = Q.20.00$), por lo tanto la utilidad neta para la empresa proveniente de la venta de cada bono son Q.980.00 (-) Q.20.00 igual a Q.960.00. Con la información anterior se podrá elaborar los flujos de efectivos durante la vigencia de los bonos y se presentará de la siguiente forma:

| Fin de Años | Flujo de Efectivo |
|-------------|-------------------|
| 0 | Q. 960 |
| 1-10 | (Q. 90) |
| 10 | (Q.1000) |

Los Q.960.00 representan el influjo inicial, seguidos por erogaciones de interés anual de Q.90.00 durante los diez años y en el año diez se presenta una salida de Q.1,000.00 el cual representa el pago del capital principal. Con los datos anteriores se podrá determinar el costo de la deuda antes de impuestos, este costo se determina de la siguiente forma:

Se suma el interés anual más la amortización de cualquier prima o descuento, y se divide la salida entre la cantidad promedio prestada.

DATOS:

| | |
|--|----------------|
| Interés Anual | Q. 90.00 (I) |
| Valor Nominal del Bono | Q.1,000.00 |
| Utilidad Neta Proveniente de la venta de un bono | Q. 960.00 (Nb) |
| Vigencia del bono en años | 10 (n) |

FORMULA Y RESOLUCION:

$$I + \frac{Q.1,000 - Nb}{n} \quad Q.90 + \frac{Q.1,000 - Q.960}{10}$$

$$\frac{Nb + 1,000}{2} \quad \frac{Q.960 + Q.1,000}{2}$$

$$\text{Costo aproximado del Pasivo antes de impuestos} = \frac{94}{980} = 0.10$$

Después de haber calculado el costo aproximado del pasivo antes de impuestos se calculará el costo del capital después de impuestos con la siguiente fórmula y suponiendo que la tasa del impuesto es del 30%:

| | | |
|----------|--|-------|
| | $K_{dt} = K_d (1-t)$ | DATOS |
| En donde | $t =$ tasa de impuesto | 0.30 |
| | $K_{dt} =$ Costo del pasivo después de impuesto | |
| | $K_d =$ Costo del pasivo antes de impuesto | 0.10 |
| | $K_{dt} = 0.10 (1 - 0.30) = K_{dt} = 0.07 = 7\%$ | |

En el ejemplo anterior, se puede observar que el costo del capital por medio de deudas a largo plazo es más bajo en comparación con cualquier otra forma de financiamiento. Esto se debe a que los gastos de intereses son deducibles de impuestos.

2.2.2 ACCIONES PREFERENTES

2.2.2.1 ASPECTOS GENERALES

Por medio de aportación de los socios a través de la emisión de acciones preferentes, las empresas pueden obtener financiamiento. A diferencia de los fondos adquiridos en préstamo, que debe ser devuelto en fechas futuras, el capital de aportación tanto en acciones ordinarias como preferentes, permanece indefinidamente en manos de la empresa. "La diferencia básica entre el capital de adeudo y de aportación se relaciona con la capacidad para decidir en el

ámbito administrativo, la demanda de ingresos y activos de los proveedores de cada tipo de capital y la longitud de tiempo para la que la empresa dispone de fondos".⁴

Las acciones preferentes representan un tipo especial de interés sobre la propiedad de la empresa. Los tenedores de acciones preferentes deben recibir sus dividendos establecidos antes de distribuir a los tenedores de acciones comunes. La acción preferente confiere a sus tenedores ciertos privilegios que los hacen más importantes que los accionistas comunes. A los tenedores de acciones preferentes se les promete un rendimiento periódico fijo, el cual es establecido como un porcentaje.

Los derechos básicos de los tenedores de acciones preferentes son: preferencia sobre los tenedores de acciones comunes con respecto a la distribución de las utilidades, y preferencia sobre los accionistas comunes en la liquidación de activos como resultado de la bancarrota siempre y cuando los acreedores hayan recibido su pago completo. En cuanto al voto a los tenedores de estas acciones no suele otorgárseles el derecho a voto, aunque en ciertos casos pueden recibir tal derecho.

Las condiciones restrictivas que presentan las acciones preferentes son:

- a. Aprobación de dividendos preferentes: dado que los directores de las empresas toman decisiones del pago de dividendos preferentes, puede haber una medida que establezca que si los dividendos de acciones preferentes son aprobados para varios trimestres, los tenedores pueden elegir un cierto número de directores. Es decir que si los tenedores de acciones preferentes no están recibiendo sus dividendos, pueden intervenir en la administración.

⁴Lawrence, J. Girman, Op. Cit. Pág. 498

- b. Venta de Participaciones antiguas: Con mucha frecuencia, una emisión de acciones preferentes prohibirá la emisión de cualesquiera participaciones adicionales más importantes o antiguas que las acciones preferentes. Las restricciones también pueden hacerse sobre emisiones de acciones preferentes adicionales.
- c. Fusiones, consolidaciones y ventas de activos: a menudo, las emisiones de acciones preferentes prohíben a la empresa que se fusione o consolide con cualquier otra empresa, ya que pueden modificar la estructura financiera y de activos de la empresa de una manera que vaya en detrimento del interés de los accionistas preferentes.
- d. Requerimiento de capital de trabajo: los accionistas preferentes pueden pedir a las empresas que mantengan una cantidad mínima de capital de trabajo neto o una razón corriente mínima. El motivo de este requisito es hacer que la empresa mantenga suficiente liquidez para autoperpetuarse en el futuro.
- e. Dividendos y recompra de acciones: las emisiones de acciones preferentes pueden prohibir o limitar la cantidad de dividendos en efectivo de acciones comunes o recompra de acciones comunes que la empresa puede llevar a cabo en cualquier año. La razón de esta prohibición es evitar que la empresa emplee una gran parte de su efectivo para pagar dividendos o volver a comprar acciones, lo cual tendría un efecto semejante a un pago muy cuantioso de dividendos, ya que el objetivo es mantener el efectivo suficiente para proporcionar un flujo continuo de dividendos de acciones preferentes.

Además de la anterior información sobre las acciones preferentes, existen otros aspectos que deben conocerse y son los siguientes:

1. Las acciones preferentes con respecto a cualquier dividendo pueden ser Acumulativas, es decir que todos los dividendos atrasados deben de ser pagados antes de un pago de

dividendos a los tenedores de acciones comunes, y No Acumulativas esto quiere decir que los dividendos declarados no se acumulan. Solo se cancela el dividendo más reciente.

2. Participación: la mayoría de acciones preferentes son no participativas, lo que quiere decir que los tenedores de acciones preferentes solo reciben los pagos de dividendos especificados, ocasionalmente se emiten acciones preferentes con participación. Este tipo de acción permite pago de dividendos basados en ciertas fórmulas que les dejan participar a los accionistas preferentes con los tenedores de acciones comunes en la recepción de dividendos más allá de una cantidad especificada.
3. Aspecto del pago de Rescate: la acción preferente es pagable o rescatable, es decir que el emisor puede retirar acciones pendientes durante un cierto periodo de tiempo a un precio especificado. La opción de pago no puede ejercitarse hasta que haya pasado un cierto periodo de años desde la emisión de la acción.
4. Refinanciamiento y Recapitalización: existen varias formas de permitir el retiro de acciones preferentes con el fin de refinanciar o recapitalizar la empresa, es decir cambiar la estructura del capital: a) Retiro planeado; consiste en proporcionar un fondo de amortización para retirar acciones a una tasa especificada en un periodo dado. Esta modalidad es parecida a la deuda a largo plazo con la excepción de que si la empresa no puede hacer un pago de fondo de amortización para acciones preferentes, no caerá en quiebra. b) Refinanciamiento; al incluir un aspecto de pago en una acción preferente, el emisor puede reemplazar una emisión pendiente con una forma menos costosa de

financiamiento. c) Recapitalización; a una empresa puede convenir retirar la acción preferente para cambiar su estructura de capital, esto puede lograrse al comprar la acción preferente en el mercado y pagar la acción preferente u obligar a su conversión.

2.2.2.2 VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS ACCIONES PREFERENTES VENTAJAS:

Las ventajas básicas de las acciones preferentes son su capacidad para aumentar el apalancamiento dado que la acción preferente obliga a la empresa a pagar solo dividendos fijos a sus accionistas, otra ventaja que presenta este tipo de acción es la flexibilidad de la obligación, aunque la acción preferente proporciona apalancamiento adicional en la misma forma que un préstamo o bono, se diferencia en que el emisor puede aprobar un pago de dividendos sin sufrir las consecuencias que resultan cuando se pierde un pago de intereses.

DESVENTAJAS

Las dos principales desventajas de las acciones preferentes son la antigüedad de las exigencias de pago de los tenedores de acciones y su costo.

La antigüedad de las exigencias del pago de los accionistas se refiere a que la presencia de acciones preferentes pone en peligro los rendimientos de los tenedores de acciones comunes. Agregar la acción preferente a la estructura del capital de la empresa crea exigencias de pago adicionales anteriores a las de los tenedores de acciones comunes. Si la utilidad después de impuesto es muy baja, su capacidad para pagar por lo menos dividendos parciales a los tenedores de acciones comunes puede verse seriamente menoscabada. En cuanto al costo de financiamiento de acciones preferentes es generalmente mayor que el costo de financiamiento

de adeudos, esto se debe a que el pago de dividendos no está garantizado, en tanto que el interés sobre los préstamos o bonos sí lo está. El tenedor de acciones preferentes estará, dispuesto a aceptar el riesgo adicional de comprar acciones preferentes, más que pasivos a largo plazo a cambio de un rendimiento mayor. Otro factor que influye en el alto costo de las acciones preferentes con respecto a la deuda a largo plazo es el hecho de que el interés de éstas es deducible de impuestos, mientras que los dividendos preferentes se deben pagar a partir de utilidades después de impuestos.

2.2.2.3 COSTO DE CAPITAL POR ACCIONES PREFERENTES

Las acciones preferentes representan un tipo especial de interés sobre la propiedad de la empresa. Los tenedores de estas acciones deben recibir sus dividendos establecidos antes de distribuir cualquier utilidad a los tenedores de acciones comunes.

El costo de las acciones preferentes se determina al dividir el dividendo anual de las acciones preferentes entre las utilidades netas provenientes de la venta de las acciones preferentes. Las utilidades netas representan la cantidad de dinero que habrá de percibirse neta de cualquier gasto de venta o garantía requerida para comercializar la acción. Ejemplo, la empresa X proyecta la emisión de acciones preferentes de 9% que espera tendrán un valor de venta de Q.850.00 cada una. Se espera que el costo de emitir y comercializar las acciones será de Q30.00 por acción; con los datos anteriores se podrá determinar el costo de las acciones y el primer paso será calcular la cantidad monetaria de dividendos preferentes, ya que el dividendo se establece como porcentaje del valor nominal de la acción de Q.850.00, el dividendo monetario anual será de Q.76.50. Las utilidades netas por la venta de la acción se determina

restando los costos de garantía del precio de venta, esto nos da el valor de Q.820.00 por acción (Q850.00 (-) Q.30.00 = Q820.00).

Para saber el costo de capital por medio de acciones preferentes se utilizará la siguiente fórmula:

Formula:

$$K_p = \frac{dp}{N_p}$$

Datos:

En donde K_p es = Costo de acciones preferentes

dp es = Dividendo anual de las acciones preferentes = Q. 76.50

N_p es = Utilidad neta proveniente de la venta de

Las acciones preferentes = Q.820.00

$$K_p = \frac{Q.76.50}{Q820.00}$$

$$K_p = 0.0933 \quad K_p = 9.33\%$$

Al comparar el costo de 9.33% de las acciones preferentes con el costo de 7% del pasivo a largo plazo resulta que la acción preferente es más costosa, lo cual se debe tal como se comentó anteriormente que el costo del pasivo a largo plazo (interés) es deducible de impuestos.

2.2.3 ACCIONES COMUNES

2.2.3.1 ASPECTOS GENERALES

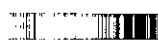
Los verdaderos propietarios de las empresas son los tenedores de acciones comunes, quienes invierten su dinero en la empresa en función de sus expectativas de rendimientos futuros. Los accionistas comunes, en forma colectiva poseen la compañía y asumen el riesgo final relacionado con la propiedad. Sin embargo, su responsabilidad está limitada al importe de su inversión. En caso de liquidación tienen un derecho residual sobre los activos de la compañía después de que se hayan liquidado por completo las reclamaciones de todos los acreedores y accionistas preferentes. Igual que las acciones preferentes, las acciones comunes no tienen fecha de vencimiento y los tenedores pueden liquidar las inversiones vendiendo sus acciones en el mercado secundario.

En la escritura constitutiva de una compañía se especifica el número de acciones comunes autorizadas, y el máximo que la compañía puede emitir sin modificar su escritura constitutiva. El valor de las acciones comunes puede ser de tres tipos:

1. Valor Nominal: es la cifra establecida en la escritura de constitución de la empresa.
2. Valor en libros: el valor en libros de una acción es el capital neto de una empresa menos el valor nominal de las acciones preferentes en circulación, dividido entre el número de acciones en circulación.
3. Valor de mercado: el valor de mercado por acción es el precio actual al que se negocian las acciones.

2.2.3.2 DERECHOS DE LOS ACCIONISTAS COMUNES

Los derechos que poseen los tenedores de acciones comunes son:



- a. **Derecho a la Utilidad:** los accionistas comunes tienen derecho a participar en las utilidades de la compañía sólo si se pagan dividendos en efectivo. Los accionistas se benefician del aumento en el valor de mercado de sus acciones.
- b. **Derecho a Voto:** los accionistas comunes tienen derecho a elegir el consejo de administración. En una gran empresa, por lo general los accionistas sólo realizan un control indirecto a través del consejo de administración. El consejo a su vez selecciona la administración y es ésta la que realmente controla las operaciones de la compañía.
- c. **Poderes:** Los accionistas comunes tienen derecho a un voto por cada acción que posean. Debido a que la mayoría de los accionistas no asisten a las juntas pueden votar por poder, en la cual los accionistas asignan su derecho de voto a otra persona.
- d. **Derecho Prioritario:** Es el que da derecho a los accionistas comunes a mantener su propiedad proporcional dentro de la empresa. A estos accionistas se les da la primera oportunidad de comprar, sobre una base de prorrateo de cualquier nueva oferta de acciones o nuevos valores que sean convertibles en acciones comunes.
- e. **Derecho a examinar los libros:** legalmente un accionista tiene derecho a inspeccionar los libros y registros de una empresa, sin embargo este acceso es limitado, puesto que la mayor parte de las empresas sienten que los estados financieros auditados son suficientes para satisfacer estos requisitos.

2.2.3.3 VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE LAS ACCIONES COMUNES

VENTAJAS:

Las ventajas básicas de la acción común surgen del hecho de que ésta es una fuente de financiamiento que impone muy pocas restricciones sobre la empresa. El que la acción común

no tenga vencimiento, elimina el compromiso de repago futuro, aumenta también la conveniencia del financiamiento de acciones comunes. Otra ventaja de las acciones comunes sobre otras formas de financiamiento a largo plazo es su capacidad para aumentar endeudamiento de la empresa. Cuantas más acciones comunes venda la empresa tanto mayor será la base de aportación de la empresa, y por lo tanto más fácilmente se podrá obtener el financiamiento de la deuda a largo plazo.

DESVENTAJAS

Entre las desventajas de financiamiento de acciones comunes se encuentra la dilución potencial del poder de voto y de las utilidades. Solo cuando se ofrecen y se ejercen derechos por parte de sus receptores, puede evitarse tal situación. Otra desventaja de financiamiento de acciones comunes es su alto costo lo cual se debe a que sus dividendos no son deducibles de impuestos y a que la acción común es un tipo de valor más riesgosa que la deuda o la acción preferente.

2.2.3.4 COSTO DE CAPITAL POR ACCIONES COMUNES

El costo de las acciones comunes no es tan fácil de calcular como el costo de pasivo y el costo de acciones preferentes. La dificultad surge por la definición del costo de la acción común, la cual se basa en la premisa de que el valor de una acción en una empresa está determinado por el valor presente de todos los dividendos futuros que se supone deben pagarse por la acción.

El costo de las acciones comunes se define en general como: La tasa a la cual se descuentan los dividendos previstos de la empresa para determinar su valor presente.

Para poder determinar el costo de las acciones comunes, deben evaluarse varios supuestos, entre los cuales tenemos:

- **Valores de acciones:** El supuesto básico sobre el que se calcula el costo de la acción común es que el valor de una acción es igual al valor presente de todos los dividendos futuros que se espera pagar sobre la acción durante un lapso definido.
- **Tasa de Rendimiento:** Otro supuesto necesario es que la tasa de crecimiento de los dividendos y utilidades es constante respecto a un tiempo. Este supuesto implica un pago continuo de dividendos por parte de la empresa. Se supone que la tasa de crecimiento prevista es medible, generalmente con base en el crecimiento previo de las utilidades logradas.
- **Tipos de Riesgos:** Un último supuesto para definir el costo de la acción común se refiere al riesgo de una empresa según lo consideren los actuales y futuros tenedores de acciones. Se supone que las empresas consideradas por los inversionistas igualmente riesgosas verán descontadas sus utilidades previstas a la misma tasa.

Para calcular el costo de las acciones comunes se utilizará la siguiente fórmula:

$$K_s = \frac{D_1}{P_o} + g$$

en donde P_o = valor actual de las acciones comunes

D_1 = Dividendo previsto al final del año 1

K_s = Tasa de rendimiento requerido sobre la acción común

g = Tasa anual constante de crecimiento en dividendos y utilidades

ejemplo:

Se desea determinar el costo de las acciones comunes en una empresa que presenta las siguientes características: el precio prevaleciente en el mercado de sus acciones comunes es de Q100.00 por acción, la empresa espera pagar dividendos de Q.8.00 al final del año siguiente y durante los últimos seis años ha pagado los siguientes dividendos:

| AÑO | DIVIDENDO |
|------|-----------|
| 1997 | 7.60 |
| 1996 | 7.24 |
| 1995 | 6.94 |
| 1994 | 6.66 |
| 1993 | 6.24 |
| 1992 | 5.94 |

Y la tasa de crecimiento anual esperado es del 5%. Al colocar valores a la fórmula y resolverlo será de la siguiente forma

$$K_s = \frac{8}{100} + 0.05 = 13\%$$

El costo del 13% del capital en acciones comunes representa el rendimiento requerido por los tenedores de acciones existentes sobre su inversión con el fin de no alterar el precio del mercado de las acciones vigentes y representa el rendimiento que recibirán los tenedores de las acciones, el cual es mayor al costo mostrado en el financiamiento por medio de bonos y al financiamiento por medio de acciones preferentes.

2.2.4 UTILIDADES RETENIDAS

2.2.4.1 ASPECTOS GENERALES

Las utilidades retenidas se consideran como una fuente de financiamiento, ya que el pago de utilidades en la forma de dividendos en efectivo a los tenedores de acciones comunes u ordinarias resulta en la reducción del activo en efectivo. Al momento de cancelar dividendos la empresa deberá evaluar otras fuentes de financiamiento que servirán para cumplir el compromiso de cancelar los dividendos decretados. Este tema será tratado con más detalle en el capítulo tres de esta tesis.

2.2.4.2 COSTO DE CAPITAL POR MEDIO DE UTILIDADES RETENIDAS

El costo de las utilidades retenidas se relaciona estrechamente con el costo de acciones comunes, si no se retiraran las utilidades, serían pagadas a los tenedores de dichas acciones como dividendos. Las utilidades retenidas suelen considerarse como una emisión totalmente suscrita de acciones comunes adicionales, ya que estas aumentan la participación de los accionistas igual que una nueva emisión de acciones comunes. El costo de las utilidades retenidas debe considerarse, por lo tanto, como el costo de oportunidad de los dividendos prescindidos por los actuales tenedores de acciones comunes.

Si la empresa no puede ganar tanto sobre sus utilidades retenidas como otras empresas con un nivel comparable de riesgo, lógicamente los tenedores de acciones preferirán recibir estas utilidades en la forma de dividendos, a modo de que puedan invertir en otras empresas. Cuando la compañía retiene utilidades, supone que los tenedores de acciones no pueden ganar tanto sobre el dinero en otro lugar como en la empresa mediante la reinversión.

En vista de que las utilidades retenidas son consideradas como una emisión totalmente suscrita de acciones comunes adicionales puede suponerse que el costo de las utilidades

retenidas de la empresa (K_r) es igual al costo de las acciones comunes tal como se estableció en el numeral 2.2.3.4. Es decir que K_r es igual a K_s .

En los puntos anteriores se ha analizado las diferentes formas en que las compañías pueden financiar sus operaciones, es decir emitiendo bonos lo cual se convertiría en deudas o pasivos a largo plazo, emitiendo nuevas acciones preferentes u ordinarias y utilizando las utilidades retenidas. En el siguiente punto se analizará la forma en que afectará la valuación total y el costo de capital cambiando las mezclas de financiamiento, ya que se supone que ocurren cambios en la mezcla del financiamiento al emitir deudas y recomprar acciones o al emitir acciones y retirar deudas, por lo que se analizará lo que ocurre a la valuación total de la empresa y a su rendimiento requerido global cuando se varía la razón de deuda a capital, o el grado de apalancamiento.

2.3 LIMITES DE VALUACION

Dependiendo la forma en que se estructure el capital, así afectará el valor de las acciones de las empresas. Es útil considerar los dos extremos en la valuación de una compañía cuando se utiliza deuda en la estructura de capital. Los dos extremos en la valuación de las utilidades de una compañía son el enfoque de la utilidad neta y el enfoque de la utilidad neta en operación.

2.3.1 ENFOQUE DE LA UTILIDAD NETA

Este enfoque se puede presentar mejor con el siguiente ejemplo suponiendo los siguientes datos: una empresa tiene una deuda a largo plazo de Q10,000.00 a una tasa de interés del 15% anual, las utilidades netas de operación anuales de la empresa ahora y en el futuro serán

de Q10,000.00 y el rendimiento requerido sobre el capital de la compañía es del 20%. Con la información anterior y para determinar el valor de la empresa se puede resumir en lo siguiente:

| | | |
|----|--|--------|
| O | Utilidad neta en operación | 10,000 |
| F | Intereses | 1500 |
| | | <hr/> |
| E | Utilidad Disponible | 8,500 |
| Ke | Tasa de capitalización de capital | 0.20 |
| | | <hr/> |
| S | Valor de mercado de las acciones (8500/0.20) | 42,500 |
| B | Valor de mercado de la deuda | 10,000 |
| | | <hr/> |
| V | Valor total de la empresa | 52,500 |
| | | <hr/> |

En este enfoque las utilidades disponibles para los accionistas comunes se capitalizan a una tasa constante. La tasa global de capitalización se calcula de la siguiente forma:

$$K_o = \frac{O}{V} = \frac{10,000.00}{52,500.00} = 19.05\%$$

Con los datos y fórmula anterior se logró determinar el valor total de la empresa y la tasa global de capitalización (es decir la tasa de descuento usada para determinar el valor de una corriente de flujos de efectivo futuros esperada), al estarse financiando con pasivos a largo plazo por valor de Q.10,000.00. Ahora veremos lo que sucede cuando las empresas aumenta

su deuda de Q.10,000 a Q30,000 y usa los ingresos provenientes de las deudas para readquirir acciones. La tasa de interés sobre la deuda permanece igual es decir 15%.

Datos:

| | | |
|----|---|---------------|
| O | Utilidad neta en operación | 10,000 |
| F | Intereses | 4,500 |
| | | <hr/> |
| E | Utilidad Disponible | 5,500 |
| Ke | Tasa de capitalización de capital | 0.20 |
| | | <hr/> |
| S | Valor de mercado de las acciones (5,500/0.20) | 27,500 |
| B | Valor de mercado de la deuda | 30,000 |
| V | Valor total de la empresa | <u>57,500</u> |

La tasa de capitalización implícita ahora es:

$$K_o = \frac{O}{V} = \frac{10,000.00}{57,500.00} = 17.39\%$$

De acuerdo con el enfoque de la utilidad neta, la empresa está en posibilidad de aumentar su valuación total y disminuir su tasa de capitalización global al aumentar el apalancamiento, dando como resultado que el precio de mercado por acción aumenta. Para ilustrar lo anterior se puede suponer que en el ejemplo cuando la deuda es de Q.10,000.00 tiene 425 acciones en circulación por lo que su precio de mercado es de Q.100.00 por acción. Y al emitir Q.20,000.00 de deuda adicional y al mismo tiempo recompra Q.20,000.00 en acciones comunes a Q.100.00 c/u es decir 200 acciones, tendrá en circulación 225 acciones y el precio de mercado por acción será de $Q27,500.00/225 = Q122.22$, mientras que antes era de Q.100.00 por acción.

2.3.2 ENFOQUE DE LA UTILIDAD NETA EN OPERACIÓN

Para el análisis por el enfoque de la utilidad neta en operación se supondrá que la tasa global de capitalización de la empresa es constante para todos los grados de apalancamiento y los datos serán los mismos que se tomaron cuando se analizó el enfoque de la utilidad neta y son:

| | | |
|----|----------------------------------|--------|
| O | Utilidad neta en operación | 10,000 |
| Ko | Tasa global de capitalización | 0.20 |
| | | <hr/> |
| V | Valor total de la empresa | 50,000 |
| B | Valor de mercado de la deuda | 10,000 |
| | | <hr/> |
| S | Valor de mercado de las acciones | 40,000 |

En este ejemplo la tasa implícita de capitalización mediante capital es:

$$K_e = \frac{E}{S} \quad K_e = \frac{Q.8,500}{Q.40,000} = 21.25\%$$

En este enfoque, la utilidad neta en operación se capitaliza a una tasa global de capitalización para obtener el valor de mercado total de la empresa. El valor de mercado de la deuda se deduce entonces del valor total de mercado para obtener el valor de mercado de la acción.

De la misma forma que se hizo en el enfoque de la utilidad neta se supondrá que la empresa aumenta el valor de la deuda de Q.10,000.00 a Q.30,000.00 y utiliza los ingresos

provenientes del aumento de la deuda para readquirir acciones. Con esos datos la valuación de la empresa será de:

| | | |
|----|----------------------------------|--------|
| O | Utilidad neta en operación | 10,000 |
| Ko | Tasa global de capitalización | 0.20 |
| | | <hr/> |
| V | Valor total de la empresa | 50,000 |
| B | Valor de mercado de la deuda | 30,000 |
| | | <hr/> |
| S | Valor de mercado de las acciones | 20,000 |
| | | <hr/> |

La tasa implícita de capitalización mediante capital es:

$$K_e = \frac{E}{S} \quad K_e = \frac{Q.5,500}{Q.20,000} = 27.50\%$$

En los ejemplos anteriores se observa que la tasa de capitalización de capital (K_e) aumenta con el grado de apalancamiento. Este enfoque implica que la valuación total de la empresa no resulta afectada por su estructura de capital.

La suposición básica con este enfoque es que la tasa global de capitalización (K_o) es constante, con independencia del grado de apalancamiento, el mercado capitaliza el valor de la empresa en forma global y como resultado de ello el desglose entre deuda y capital no tiene importancia. Un aumento de deuda supuestamente más barata queda compensado exactamente con el aumento en la tasa de capitalización.

2.4 PRINCIPIO DEL VALOR TOTAL

Mucha controversia se ha producido con relación a si la estructura de capital de una empresa, como la determina su decisión de financiamiento, afecta el costo de capital. Por ello

existe un enfoque tradicionalista, el que argumenta que la empresa puede bajar su costo de capital y aumentar el valor de mercado por acción por medio de uso sensato del apalancamiento, y supone que existe una estructura de capital óptima por medio del apalancamiento. Existe también el enfoque que le dan los autores Modigliani y Miller.

“Modigliani y Miller, afirman que la relación entre apalancamiento y el costo de capital queda explicada por el enfoque de la utilidad neta en operación y justifican sobre el comportamiento del hecho de que las tasas de capitalización global de la empresa, K_0 , se mantenga constante a través de todos los grados de apalancamiento”.⁵

La posición que adoptan, se basa sobre la idea de que sin importar cómo se divide la estructura de capital de una empresa entre deuda, capital y otros derechos, se conserva el valor de la inversión. Es decir, debido a que el valor total de la inversión de una empresa depende de su redituabilidad y riesgos fundamentales, no varía con relación a cambios relativos en la capitalización financiera de la empresa. Por lo que, con independencia de la mezcla de financiamiento, el valor total de la empresa permanece siendo el mismo de acuerdo a Modigliani y Miller.

Los anteriores autores argumentan que cuando no existen impuestos y otras imperfecciones del mercado, el valor total de la empresa y su costo de capital son independientes de la estructura de capital, esta posición es la misma que presenta el enfoque de la utilidad neta en operación, la cual se basa en la noción de que se conserva el valor de la inversión no importando la estructura de financiamiento entre deuda y capital, por lo que se dice que el apalancamiento no tiene importancia.

⁵ Van Home, James C. Op. Cit. Pág. 480

El respaldo que presentan estos autores se basan en el proceso del arbitraje, el cual se refiere a la venta en un mercado de una acción sobrevaluada y la compra en otro mercado de una acción similar subvaluada para obtener una utilidad libre de riesgos.

Lo anterior se analizará más en detalle con el siguiente ejemplo:

Dos empresas idénticas en todos los aspectos a excepción que la compañía Y no tiene deudas, mientras que la compañía Z tiene en circulación Q30,000 en bonos al 12%. Según la posición tradicional comentada anteriormente, la compañía Z puede tener un valor más alto y un costo promedio de capital inferior a los de la compañía Y. Se supone que la valuación de las dos empresas es la siguiente:

| | | COMPAÑÍA Y | COMPAÑÍA Z |
|---|-----|------------|------------|
| Utilidad neta en operación | O | 10,000 | 10,000 |
| Intereses sobre la deuda | F | | 3,600 |
| Utilidades disponibles p/ los accionistas comunes | E | 10,000 | 6,400 |
| Tasa de capitalización del capital | Ke | 0.15 | 0.16 |
| Valor de mercado de las acciones | S | 66,667 | 40,000 |
| Valor de mercado de la deuda | B | | 30,000 |
| Valor total de la empresa | V | 66,667 | 70,000 |
| Tasa global de capitalización implícita | Ko | 15% | 14.3% |
| Razón de deuda a capital | B/S | 0 | 75.0% |

Modigliani y Miller mantienen que esta situación no debe continuar, ya que el arbitraje emparejará los valores totales de las dos empresas. La compañía Z no puede lograr un valor total más alto por tener una mezcla financiera diferente a la de la compañía Y. Argumentan que al invertir en la compañía Y los inversionistas de la compañía Z están en posibilidad de obtener el mismo rendimiento sin ningún aumento en riesgo financiero. Más aún están en

posibilidad de hacerlo con un menor desembolso de inversión, ya que los inversionistas se encontrarían en mejor posición con la inversión que requiere el desembolso menor, venderían sus acciones de la compañía Z y comprarían acciones de la compañía Y. Estas operaciones de arbitraje continuarían hasta que las acciones de la compañía Z aumentarían en precio lo suficiente para hacer que el valor de las dos empresas sea idéntico.

Según lo explicado anteriormente sobre al arbitraje y el enfoque de los autores Modigliani y Miller con respecto al valor total de la empresa al estructurar su capital por medio de deudas o aumento de capital, sí tendría sentido si los mercados financieros fueran perfectos y no existieran impuestos, sin embargo, a continuación se mencionarán ciertos aspectos que rebaten la posición de estos autores:

- a) **Costos de Quiebra:** Si existe la posibilidad de quiebra y si los costos administrativos y de otro tipo relacionado con la quiebra son importantes, la empresa apalancada puede ser menos atractiva para los inversionistas que la no apalancada. En los mercados perfectos los gastos administrativos de quiebra no existen y si la empresa quiebra, probablemente los activos se puedan vender a sus valores económicos sin que incurran en algún tipo de gastos legales. Mientras que en los mercados imperfectos pueden existir costos administrativos y tal vez sea necesario liquidar los activos por debajo de sus valores económicos. Estos costos y déficit en valor de liquidación representan un desgaste desde el punto de vista de la deuda y los tenedores de capital. Por lo que los tenedores de acciones reciben menos de lo que recibirían si no existieran los costos de quiebra.
- b) **Costos de Agencia:** Se relacionan estrechamente con los costos de quiebra y se refiere a que los accionistas delegan la toma de decisiones a los agentes o administradores a los cuales, para que tomen decisiones óptimas por cuenta de los accionistas es importante que

no solo tengan los incentivos correctos, es decir sueldos, primas, opciones de acciones y gratificaciones, sino que además sean supervisados por medio de la auditoria de los estados financieros, evaluación de los activos en cuanto a su valor y limitación en forma explícita las decisiones de administración. Estas actividades de verificación descritas incluyen necesariamente costos, los cuales recaen sobre los accionistas. Los tenedores de deudas previendo gastos de verificación, cargan intereses más altos. Mientras mayores sean los costos de supervisión mayor será la tasa de interés y será menor el valor de la empresa para sus accionistas.

- c) Costos de operación: Los costos de operación tienden a restringir el proceso de arbitraje. El arbitraje se llevará a cabo sólo hasta los límites impuestos por los costos de operación, después de los cuales ya dejan de ser redituables. Como resultado de ello, la empresa apalancada puede tener un valor total ligeramente más alto o ligeramente inferior, por lo cual no es predecible el efecto neto.

Con excepción de este último factor, las imperfecciones que se relacionaron limitan el importe de endeudamiento que la empresa deseará llevar a cabo. En particular, el apalancamiento extremo será recargado por un número de limitaciones y costos.

2.5 EL EFECTO DE LOS IMPUESTOS

En nuestro medio, donde existe el impuesto sobre la renta de las empresas hay una ventaja importante en el uso de la deuda y se puede medir el valor actual de la protección fiscal. Esta ventaja se refiere a que los pagos de intereses son deducibles como gastos. Evitan ser gravados al nivel de la empresa mientras que los dividendos o las utilidades acumuladas

relacionadas con las acciones no son deducibles por la empresa para fines fiscales, por consiguiente, el importe total del pago disponible tanto para los tenedores de deuda como para los accionistas es mayor si se utiliza la deuda. Por ejemplo las utilidades antes de intereses e impuestos son de Q.20,000.00 para las compañías A y B, las cuales son semejantes en todos los aspectos exceptuando en el apalancamiento. La empresa B tiene Q10,000.00 en deuda al 19% de interés mientras que la compañía A no tiene deuda. Si la tasa del impuesto sobre la renta es del 30% se tienen los siguientes datos:

| | COMPAÑÍA A | COMPAÑÍA B |
|---|------------|------------|
| Utilidades antes de intereses e impuestos | 20,000.00 | 20,000.00 |
| Intereses sobre deudas 19% | | 1,900.00 |
| Utilidad antes de impuestos | 20,000.00 | 18,100.00 |
| Impuesto 30% | 6,000.00 | 5,430.00 |
| Utilidad disponible para los accionistas | 14,000.00 | 12,670.00 |
| Utilidad para los tenedores de deuda más Utilidad para los accionistas | 14,000.00 | 14,570.00 |

En este ejemplo, el ingreso total para los tenedores de deuda y los accionistas es mayor para la compañía B apalancada que para la compañía A no apalancada. El motivo es que los tenedores de deudas reciben pagos de intereses sin la rebaja de los impuestos al nivel de la empresa, mientras que la utilidad para los accionistas se calcula después de haberse pagado los impuestos de la empresa. En esencia, el gobierno paga un subsidio a la compañía apalancada por el uso de deuda. La utilidad total para todos los inversionistas aumenta por el pago de intereses multiplicado por la tasa del impuesto ($1,900 \times 30\% = 570.00$), esta cifra representa

una protección fiscal que brinda el gobierno a la compañía apalancada. Si esta deuda es permanente, el valor actual de la protección fiscal, usando la fórmula de perpetuidades será la siguiente:

$$\text{Valor actual de la protección Fiscal} = \frac{t_c r B}{r} = t_c B$$

En donde t_c es la tasa del impuesto de la empresa, r es la tasa de interés sobre la deuda y B es el valor de mercado de la deuda. Para la compañía B se tiene el siguiente valor actual de la protección fiscal:

$$t_c B = \frac{0.30 * 0.19 * 10,000.00}{0.19} = Q.3,000.00$$

Si se utiliza la deuda, el valor global de la compañía será de Q.3,000.00 más. Esta valuación mayor ocurre debido a que la corriente de utilidades para todos los inversionistas es de Q.570.00 más por año. El valor actual de Q.570.00 por año, descontado al 19% es $Q.570.00/0.19 = Q.3,000.00$.

En la ecuación se observa que mientras mayor sea el importe de la deuda, será mayor la protección fiscal y mayor el valor de la empresa, si todos los demás factores permanecen iguales. Por la misma razón, mientras mayor sea el apalancamiento será menor el costo de capital de la empresa.

Hasta el momento se ha evaluado la estructura del capital de la empresa desde el punto de vista del valor total de la empresa y su costo de capital, observándose que la forma óptima de estructurar el capital es por medio del uso de apalancamiento, ya sea por emisión de bonos o

adquirir cualquier tipo de deuda a largo plazo, por lo que a continuación se tratarán algunos aspectos importantes en cuanto al apalancamiento.

2.6 APALANCAMIENTO DE LA EMPRESA

El término apalancamiento designa un concepto de gran importancia para describir la capacidad que tiene una empresa de emplear activos o fondos de costo fijo, con el objeto de maximizar las utilidades de los accionistas.

El apalancamiento financiero incluye el uso de fondos por los que la empresa paga un costo fijo con el objetivo de aumentar el rendimiento de sus accionistas comunes, ya que los aumentos en apalancamiento también incrementan el riesgo de la corriente de utilidades para los accionistas comunes, relacionando por lo tanto el riesgo y el rendimiento esperado. Rendimientos esperados más altos llevan a precios más altos de las acciones, si todos los demás factores permanecen iguales. Un riesgo mayor da como resultado precios menores de las acciones siempre que los demás factores permanezcan constantes. Con relación al apalancamiento financiero, la meta es lograr un equilibrio entre riesgo y el rendimiento esperado, maximizando el precio de mercado de las acciones de la empresa.

Los dos tipos básicos de apalancamiento pueden definirse de manera más precisa con referencia al estado de resultados de la empresa, como se muestra en el siguiente cuadro.

Cuadro 3

Formato General del Estado de Resultados

| | | |
|---------------------------|---|---|
| Apalancamiento operativo | { | Ingreso por Ventas Menos Costo de lo Vendido Utilidad Bruta Menos: Gastos de Operación Utilidades antes de impuestos e intereses |
| Apalancamiento Financiero | { | Utilidades antes de impuestos e intereses Menos: intereses Utilidades antes de impuestos Menos: impuestos Utilidades después de impuestos Menos: Dividendos de las acciones preferentes Utilidades disponibles para accionistas comunes |

En el cuadro anterior, la porción del estado de resultados, que se relaciona con el apalancamiento operativo y financiero de la empresa, se encuentra claramente delimitada. El apalancamiento operativo señala la relación que existe entre los ingresos por venta de la empresa y sus utilidades o ganancias antes de intereses e impuestos. Y el apalancamiento financiero examina la relación que existe entre las utilidades de la empresa antes de impuestos e intereses y las ganancias disponibles para los accionistas comunes.

2.6.1 TIPOS DE APALANCAMIENTOS

2.6.1.1 APALANCAMIENTO OPERATIVO

El apalancamiento operativo se aplica a partir de la existencia de costos de operación fijos en el flujo de ingresos de una empresa. Por ser costos que no varían respecto de las ventas deben ser cubiertos sin importar el monto de ingresos disponibles. Al emplear el marco de referencia presentado en el cuadro 3 el apalancamiento operativo puede definirse como la

capacidad de emplear los costos de operación fijos para aumentar al máximo los efectos de los cambios en las ventas sobre las utilidades antes de intereses e impuestos.

El apalancamiento operativo se presenta cuando la empresa tiene costos de operación fijos, un aumento en las ventas da lugar a un incremento más que proporcional en las utilidades antes de intereses e impuestos; y una reducción en las ventas da lugar a un decremento más que proporcional de las utilidades antes de intereses e impuestos.

El grado de apalancamiento operativo (GAO) puede medirse mediante la siguiente ecuación:

$$\text{GAO} = \frac{\text{Cambio porcentual en las UAII}}{\text{Cambio porcentual en las ventas}}$$

La fórmula anterior se resolverá con el siguiente ejemplo: suponiendo los siguientes datos: precio de venta Q.10.00 por unidad, costo de operación variable Q.5.00 por unidad, costos de operación fijos Q.2,500.00. los datos originales son unidades vendidas 1000, dando un ingreso por venta de Q.10,000.00, costo variable por Q.5,000.00 y costos fijos o de operación por Q.2,500.00 dando una utilidad antes de impuestos e intereses (UAII) de Q.2,500.00, el ejemplo se hará suponiendo dos casos. Uno cuando las ventas aumentan en un 50% y la otra cuando disminuye en un 50%.

Cuadro 4
UAI PARA DIVERSOS NIVELES DE VENTAS

| | CASO 1 | CASO 2 |
|---|--------|--------|
| | +50% | -50% |
| Ventas (en unidades) | 1,500 | 500 |
| ingreso por ventas | 15,000 | 5,000 |
| (-) Costos Variables | 7,500 | 2,500 |
| (-) Costos de operación | 2,500 | 2,500 |
| Utilidad antes de intereses e impuestos | 5,000 | 0.00 |
| | +100% | -100% |

$$\text{GAO CASO 1} = \frac{+100\%}{+50\%} = 2.0$$

$$\text{GAO CASO 2} = \frac{-100\%}{-50\%} = 2.0$$

Cuando el grado de apalancamiento operativo es mayor que 1 hay apalancamiento operativo. En nuestro ejemplo como el cociente es mayor que uno quiere decir que existe un apalancamiento operativo. Si se aumentan los costos fijos con relación a los costos variables tanto mayor será el grado de apalancamiento operativo.

2.6.1.2 APALANCAMIENTO FINANCIERO

“Se define como la capacidad de la empresa para emplear los cargos financieros fijos con el fin de aumentar al máximo los efectos de los cambios en las utilidades antes de intereses e impuestos sobre las utilidades o rendimientos por acción. Generalmente, las utilidades por acción se consideran en lugar de las utilidades de que se dispone para las

acciones comunes, ya que las citadas utilidades representan la cantidad de dinero ganadas por cada acción común; las utilidades por acción (UPA) se calcula dividiendo las utilidades disponibles para los accionistas comunes, entre el número de acciones comunes en circulación".⁶

Con el siguiente ejemplo se podrá analizar más en detalle el apalancamiento financiero: Una empresa espera obtener utilidades antes de intereses e impuestos por Q60,000 en este año. Tiene bonos de Q.120,000 con un cupón de 10% y una emisión de 600 acciones de tipo preferente de Q.24.00 cada una; asimismo, tiene 1000 acciones comunes. El interés anual de la emisión de bonos es de Q.12,000. Los dividendos anuales sobre las acciones preferentes son de Q.14,400. En el siguiente cuadro se presentan los niveles de utilidades por acción que resultan de niveles de utilidades antes de intereses e impuestos de Q36,000, Q.60,000 y Q.84,000. Con una tasa de impuesto del 30%:

Cuadro 5
UTILIDADES POR ACCION PARA DIVERSOS NIVELES DE UAI

| | CASO 1 | ORIGINAL | CASO 2 |
|---|---------------|-----------------|----------------|
| UAI | Q.84,000 | Q.60,000 | Q.36,000 |
| (-) Intereses | Q.12,000 | Q.12,000 | Q.12,000 |
| Utilidades antes de impuestos (UAImp) | Q.72,000 | Q.48,000 | Q.24,000 |
| (-) Impuestos 30% | Q.21,600 | Q.14,400 | Q. 7,200 |
| Utilidades después de Impuestos (UDIimp) | Q.50,400 | Q.33,600 | Q.16,800 |
| (-) Dividendos en acciones preferentes (DP) | Q.14,400 | Q.14,400 | Q.14,400 |
| Utilid. Disponibles P/acciones comunes (DC) | Q.36,000 | Q.19,200 | Q. 2,400 |
| Utilidad por acción (upa) | 36,000 = Q.36 | 19,200 = Q.19.2 | 2,400 = Q.2.40 |
| | + 87.5% | | - 87.5% |

⁶ Lawrence J. Gitman Op. Cit. Pág. 164

En el caso 1 se presenta un aumento del 40% de las utilidades antes de impuestos e intereses (de Q.60,000 a Q.84,000) dando lugar a un incremento del 87.5% en las utilidades por acción. Y el caso 2 nos indica que una merma del 40% en las UAI de (Q.60,000 a Q.36,000), disminuyen en un 87.5% las utilidades por acción.

Con la tabla anterior se puede observar que el apalancamiento financiero funciona en ambas direcciones, y que se presenta cuando una empresa tiene gastos financieros fijos. El efecto del apalancamiento financiero es tal que un aumento en las UAI resulta en un aumento mayor que el proporcional en las utilidades por acción de una empresa, mientras que la disminución da lugar a una reducción mayor que la proporcional en las utilidades por acción.

El grado de apalancamiento financiero (GAF) puede medirse de manera semejante a la empresa para medir el grado de apalancamiento operativo (GAO):

$$\text{GAF} = \frac{\text{Cambio porcentual en upa}}{\text{Cambio porcentual en UAI}}$$

$$\text{CASO 1} = \frac{+ 87.5\%}{+40 \%} = 2.1875$$

$$\text{CASO 2} = \frac{- 87.5\%}{- 40 \%} = 2.1875$$

Siempre que el GAF sea mayor que uno, se presenta el apalancamiento financiero. Debido a que tanto el financiamiento operativo como el financiamiento financiero funcionan en ambas direcciones, al maximizar los efectos de los aumentos y reducciones en la UAI de una empresa se tienen mayores niveles de riesgo unidos nuevamente a niveles más altos de apalancamiento. Por lo que, los costos financieros fijos altos aumentan el apalancamiento financiero de una empresa, al igual que su riesgo financiero.



2.6.2 RIESGO FINANCIERO

El riesgo financiero incluye tanto el riesgo de la posible insolvencia como la variabilidad en las utilidades disponibles para los accionistas comunes. La posible insolvencia se refiere a que si la empresa aumenta la proporción de deuda, de financiamiento y de acciones preferentes en su estructura de capital aumentan los cargos fijos, aumentando con ello la probabilidad de insolvencia del efectivo. Por ejemplo si se tiene el caso de dos empresas que tienen diferentes grados de apalancamiento pero que son idénticas en todos los demás aspectos, han estimado utilidades en efectivo anuales de Q80,000 antes de intereses e impuestos. La empresa A no tiene deuda, por lo que no tiene cargos financieros, la empresa B tiene un préstamo por valor de Q.200,000 al 15%, por lo que anualmente serían Q.30,000. Si las utilidades de ambas empresa al final del año son un 75% menor de lo esperado, es decir Q.20,000 la empresa B no podría cubrir sus cargos financieros con las utilidades obtenidas. Con este ejemplo se puede observar que la probabilidad de insolvencia del efectivo aumenta con los cargos financieros en que incurra la empresa.

El segundo aspecto que evalúa el riesgo financiero se refiere a la dispersión relativa de la utilidad disponible para los accionistas comunes.

Para analizar el grado apropiado de apalancamiento financiero para una empresa, entre otras cosas se necesita comprender la sensibilidad de las utilidades por acción a las utilidades antes de intereses e impuestos para diversas alternativas de financiamiento. Las utilidades antes de intereses e impuestos no dependen del apalancamiento financiero por ser resultado de las operaciones y el riesgo del negocio de la empresa. Para hacer un análisis de apalancamiento de las utilidades antes de intereses e impuestos con las utilidades por acción se supondrá que una empresa, con una capitalización a largo plazo de Q10 millones integrada

por completo por acciones comunes, desea obtener otros cinco millones para ampliaciones a través de uno de tres posibles planes de financiamiento. La compañía se puede financiar todo en acciones comunes, todo mediante deuda a interés del 12% o todo mediante acciones preferentes con un dividendo del 11%, las utilidades anuales actuales, antes de intereses e impuestos son de Q.2 millones. La tasa del impuesto sobre la renta es del 30% y se encuentran en circulación 200,000 acciones. En la opción 1 las acciones comunes se pueden vender a Q50.00 cada una por lo que se convierten en 300,000 acciones. En el siguiente cuadro se observará lo que le ocurre a las utilidades por acción bajo las tres alternativas de financiamiento y tomando de base los datos anteriores con un nivel hipotético de utilidades antes de intereses e impuestos de Q.2,400,000.

Cuadro 6
CALCULO DE LAS UTILIDADES POR ACCION BAJO TRES
ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO

| | TODO EN ACCIONES COMUNES | TODO EN DEUDA | TODO EN ACCIONES PREFERENTES |
|--|--------------------------------|------------------|------------------------------------|
| Utilidades antes de intereses e impuestos | Q.2,400,000 | Q.2,400,000 | Q.2,400,000 |
| intereses (Q.5'000,000 X 12%) | | Q. 600,000 | |
| Utilidad antes de impuestos | Q.2,400,000 | Q.1,800,000 | Q.2,400,000 |
| Impuesto sobre la renta 30% | Q. 720,000 | Q. 540,000 | Q. 720,000 |
| Utilidad después de impuestos | Q.1,680,000 | Q1,260,000 | Q.1,680,000 |
| Dividendos sobre Acciones Preferentes Q5'000,000 X 11% | | | Q. 550,000 |
| Utilidades disponibles para accionistas comunes | Q.1,680,000 | Q.1,260,000 | Q1,130,000 |
| Número de acciones | 300,000 | 200,000 | 200,000 |
| Utilidad por acción | Q.5.60 | Q.6.30 | Q.5.65 |

Como puede observarse en el cuadro anterior, las utilidades disponibles para los accionistas comunes son más altas bajo la alternativa de deuda que bajo la alternativa de acciones preferentes a pesar del hecho de que la tasa de interés sobre la deuda es más alta que la tasa de dividendos sobre acciones preferentes. Lo cual se debe también a que los intereses por ser gastos deducibles de impuestos disminuyen el impuesto y aumentan las utilidades para los accionistas comunes.

2.6.3 CAPACIDAD DEL FLUJO DE EFECTIVO PARA ATENDER LAS DEUDAS

En este capítulo se ha analizado la forma en que afecta a las empresas en su estructura de capital el aumento de pasivos a largo plazo o el aumento de acciones ordinarios y preferentes, así como las implicaciones que traerían cada una de ellas. Para poder determinar la estructura de capital apropiado, también debe evaluarse la capacidad del flujo de efectivo para atender el servicio de los cargos fijos.

Para poder realizar el análisis respectivo se hará uso de las razones de cobertura que fueron estudiadas en capítulo I, así también obtener información sobre las posibles desviaciones de los flujos de efectivo reales de aquellos que se esperan, y prepararse presupuestos de efectivo para una gama de posibles resultados, asignándole a cada uno una probabilidad.

2.6.4 METODOS DE ANALISIS Y COMBINACION

Además de la razón de cobertura y la elaboración de presupuestos de efectivo, la administración de la empresa cuenta con otros métodos para analizar la estructura de capital,

éstos pueden ser: Evaluar la estructura de capital de otras compañías que tengan riesgo de negocios similares, las cuales pueden ser empresas de la misma industria.

La empresa también puede consultar a analistas de inversión, inversionistas institucionales y empresas de inversión para obtener sus puntos de vista sobre los importes de apalancamiento apropiado.

Finalmente se puede combinar todos los métodos anteriores para estar en posibilidad de determinar, dentro de cierta escala, la estructura de capital apropiada. Necesariamente la decisión final tiene que ser en cierta forma subjetiva, pero se puede basar sobre la mejor información disponible. De esta forma la empresa estará en posibilidad de obtener la estructura de capital más apropiada para su situación.

En conclusión podemos decir que la estructura de capital mas apropiada que puedan tener las empresas, es al utilizar pasivos a largo plazo siempre y cuando las tasas de interés que ofrezca el mercado financiero sean favorables a la empresa y si la capacidad de endeudamiento de la empresa lo permita, ya que como se puede observar en el desarrollo de este capítulo, son muchas las ventajas que obtienen tanto los inversionistas como la empresa en sí. Por ejemplo vemos que al verse en la necesidad de obtener capital para cubrir sus necesidades y en lugar de aumentar el capital de los socios, decide adquirir pasivos a largo plazo se obtendrán las siguientes ventajas:

- ❖ El costo de los pasivos a largo plazo es menor que el costo de capital por medio de acciones (preferentes u ordinarias) y utilidades retenidas, lo cual se debe a que los intereses por los pasivos son deducibles para el cálculo del impuesto sobre la renta, mientras que los dividendos de las acciones no.

- ❖ El rendimiento que obtienen los accionistas ordinarios es mayor, debido a que si en lugar de adquirir pasivos a largo plazo, las empresas emitieran nuevas acciones ordinarias, aumentarían las mismas por lo tanto las acciones en circulación serán mucho más y las utilidades obtenidas deberán repartirse entre más acciones, bajando con ello el rendimiento por acción.
- ❖ El Impuesto Sobre la Renta es mayor al emitir nuevas acciones, lo cual se debe a que los dividendos son repartidos después del cálculo del mismo, mientras que los intereses por deuda son deducibles para dicho cálculo, obteniéndose con ello una protección fiscal es decir como un subsidio que el gobierno paga a las empresas por el uso de deudas, aumentado con ello el valor de la empresa.
- ❖ La empresa puede bajar su costo de capital y aumentar el valor de mercado por acción por medio del uso sensato de deudas, obteniendo con ello una estructura de capital óptima.

Si en un caso el mercado no ofrece tasas favorables en financiamiento a largo plazo y la situación financiera de la empresa no le permite adquirir deudas la empresa deberá decidirse en aumentar el capital de los socios para cubrir sus necesidades.

2.7 MERCADO DE ACCIONES EN GUATEMALA

Hasta ahora el mercado bursátil en Guatemala tiene un desarrollo muy limitado en lo que, en otros países, constituye la actividad de la bolsa por definición: es decir la compra – venta de acciones.

La oferta pública de acciones en la bolsa es una fuente de crecimiento para las empresas, a la par de constituirse en una oportunidad de financiamiento. El rol que jugará la bolsa en el desarrollo de este nuevo mercado, se centra en la promoción y colocación de valores,

permitiendo capitalizaciones a largo plazo que resulten con mayores atractivos para los inversionistas.

Esta situación dará margen a que el inversionista, local o extranjero, tenga siempre la posibilidad de liquidar su inversión en cualquier momento en el mercado secundario y dependiendo de las condiciones del mercado, lograr mayores niveles de ganancia. Con la venta de nuevas acciones se proveerá a las empresas de fondos para cumplir con sus programas operativos e incrementar sus activos netos, redundando en una mejor posición como sujetos de crédito.

Durante los diez años aproximados, que tiene de funcionar la Bolsa de Valores Nacional, los agentes bursátiles se han dedicado a negociar pagarés. Las pocas compañías que han ofrecido acciones son financieras que utilizan este mecanismo para obtener recursos.

2.7.1 OBSTACULOS DEL MERCADO ACCIONARIO GUATEMALTECO

El desarrollo del mercado accionario en Guatemala se ha visto obstaculizado de alguna manera por elementos de tipo fiscal, ya que existe una legislación que presenta un sesgo favorecedor del gasto y desestimulante de la inversión.

Otro elemento importante, se vincula a la obligación que existe para las empresas que funcionan a través de acciones a presentar información que se torna de dominio público, lo cual es poco atractivo a los inversionistas. Otra preocupación de los propietarios del capital, es la pérdida de poder en el control de las empresas.

CAPITULO III

POLITICA DE DIVIDENDOS Y UTILIDADES ACUMULADAS

3.1 DEFINICIONES

3.1.1 DIVIDENDOS

Representan las utilidades repartidas a los accionistas por una corporación. Los dividendos podrán pagarse en efectivo, en otros activos o en acciones de la propia corporación.

Los dividendos constituyen una de las consideraciones más importantes de los inversionistas para evaluar el precio de las acciones de las empresas.

3.1.2 POLITICA DE DIVIDENDOS

Es el procedimiento que se seguirá para determinar qué parte de las utilidades se pagará en dividendos durante el período siguiente.

La política de dividendos de la empresa representa un plan de acción a seguirse siempre que deba tomarse una decisión de dividendos. Dicha política debe formularse teniendo en mente dos objetivos básicos: la maximización de la riqueza de los accionistas y la adquisición de financiamiento suficiente.

3.1.2.1 TIPOS DE POLITICAS DE DIVIDENDOS

3.1.2.1.1 SEGÚN UNA RAZON DE PAGO CONSTANTE

Una razón de pago constante representa el dividendo en efectivo por acción de la empresa dividido entre sus utilidades por acción, y representa el porcentaje de cada quetzal ganado, distribuido a los accionistas en forma de efectivo.

La empresa simplemente establece cierto porcentaje de utilidades a pagarse periódicamente. La desventaja de esta política es que si las utilidades de la empresa bajan u ocurre una pérdida en un período determinado, los dividendos experimentarán los mismos efectos que las utilidades. Puesto que los dividendos son considerados como proveedores de información acerca del futuro de la empresa, las acciones pueden verse afectadas adversamente por este tipo de iniciativa.

Ejemplo: La compañía X tiene una política de pago del 40% de utilidades en dividendos en efectivo. En periodos en que ocurre una pérdida, la política de la empresa consiste en no pagar dividendos en efectivo, las utilidades de la empresa X por acción, los dividendos por acción y el precio promedio por acción de seis años son los siguientes:

| AÑO | UTILIDADES/ ACCIONES | DIVIDENDOS/ ACCIONES | PRECIO PROMEDIO/ ACCIONES |
|------|-------------------------|-------------------------|------------------------------|
| 1992 | Q.4.50 | Q.1.80 | Q.50.00 |
| 1993 | 2.00 | 0.80 | 46.00 |
| 1994 | - 1.50 | 0.00 | 38.00 |
| 1995 | 1.75 | 0.70 | 48.00 |
| 1996 | 3.00 | 1.20 | 52.00 |
| 1997 | - 0.50 | 0.00 | 42.00 |

Los dividendos aumentaron en 1994 - 1995 y 1995 - 1996 y bajaron en 1992 - 1993, 1993-1994 y 1996 - 1997, puede observarse que en años de menores dividendos descendió el precio de las acciones de la empresa, y viceversa. Los pagos esporádicos de dividendos provocarán cierta inseguridad en sus dueños acerca de los rendimientos que puedan esperar en su inversión en la empresa, y esto, por lo general, reduce el precio de las acciones. Esta política no es siempre recomendable.

3.1.2.1.2 POLITICA DE DIVIDENDOS REGULAR

Se basa en el pago de un dividendo de dinero fijo en cada período. La información que esta política presenta no es ni buena ni mala. Contribuye a minimizar la incertidumbre. Con frecuencia, las empresas que utilizan esta política aumentan el dividendo regular una vez que ha ocurrido un aumento comprobado en las utilidades. Según esta política los dividendos casi nunca bajan. Ejemplo:

La compañía X tiene como política pagar dividendos anuales de Q.6.00 por acción, hasta que las utilidades por acción hayan excedido de Q.24.00 durante tres años consecutivos, tiempo en el cual se aumentará el dividendo anual a Q.9.00 por acción y se habrá establecido una nueva base de utilidades. La empresa no anticipa la reducción de sus dividendos a menos que su liquidez se vea amenazada. Las utilidades por acción, los dividendos por acción y el precio promedio por acción de la compañía de 12 años se presenta a continuación:

| AÑO | UTILIDADES/ ACCIONES | DIVIDENDOS/ ACCIONES | PRECIO PROMEDIO/ ACCIONES |
|------|-------------------------|-------------------------|------------------------------|
| 1986 | Q.18.00 | Q.6.00 | Q.210.00 |
| 1987 | 16.80 | 6.00 | 201.00 |
| 1988 | 3.00 | 6.00 | 198.00 |
| 1989 | 4.50 | 6.00 | 198.00 |
| 1990 | 18.00 | 6.00 | 216.00 |
| 1991 | 36.00 | 6.00 | 228.00 |
| 1992 | 12.00 | 6.00 | 231.00 |
| 1993 | 30.00 | 6.00 | 252.00 |
| 1994 | 25.20 | 6.00 | 258.00 |
| 1995 | 27.60 | 9.00 | 270.00 |
| 1996 | 23.40 | 9.00 | 279.00 |
| 1997 | 27.00 | 9.00 | 285.00 |

Nótese que, independientemente del nivel de utilidades, la compañía X pago dividendos de Q.6.00 por acción hasta 1994, en 1995 la empresa también habría tenido que establecer una nueva base de utilidades para mayores incrementos en los dividendos.

El precio promedio por acción de esta compañía mostró un comportamiento estable o creciente, no obstante que las normas de utilidades fueron un tanto erráticas.

La compañía parece mostrar una razón de pago objetivo de casi 35%. El pago fue alrededor del 33% cuando se estableció la política de dividendos en 1986 y se elevó a Q.9.00 (una razón del 38%) cuando las utilidades superaron los Q.24.00. Esta política es poco usual.

3.1.2.1.3 POLITICA DE DIVIDENDOS BAJOS, REGULARES Y EXTRAS

Algunas empresas establecen una política de dividendos bajo o regulares acompañado por un dividendo adicional cuando las utilidades lo garantizan. Si las utilidades son mayores de lo normal en un período determinado, la empresa puede pagar este dividendo adicional, el cual se designará como dividendo extra. Al especificar la cantidad en la cual el dividendo sobrepasa el pago regular como dividendo extra, la empresa evita dar falsas esperanzas de mayores rendimientos en períodos venideros a los accionistas actuales y potenciales.

Cuando la empresa establece un dividendo regular bajo que es pagado cada período, le da a los inversionistas el ingreso estable necesario para reforzar la confiabilidad de la compañía en tanto que el dividendo extra les permite compartir los beneficios si la empresa experimenta un período especialmente bueno. Las empresas que emplean esta política deben elevar el nivel del dividendo regular una vez que se hayan alcanzado aumentos en las utilidades.

En resumen se puede decir que las políticas son sólo algunos de los planes básicos disponibles para la empresa. Toda política deberá ajustarse a las diversas restricciones impuestas a la empresa, y deberá ser congruente con el del objetivo a largo plazo de maximización de la riqueza de los propietarios.

3.2 UTILIDADES RETENIDAS COMO FUENTE DE FINANCIAMIENTO

Las utilidades retenidas se consideran como una fuente de financiamiento, ya que el pago de utilidades en forma de dividendos en efectivo a los tenedores de acciones comunes resulta en la reducción del activo en efectivo. A fin de aumentar nuevamente los activos al nivel que hubiera prevalecido de no haberse pagado los dividendos, la empresa deberá obtener una deuda adicional o un financiamiento de capital. Al renunciar a los pagos de dividendos y utilidades retenidas, la empresa puede evitar el verse obligada a obtener una cantidad específica de fondos o eliminar ciertas fuentes existentes de financiamiento. Ejemplo:

CUADRO 7

Estados Financieros Comparativos de la Compañía X

| Estado de Resultados | | |
|--|--|--|
| | Quando las Utilidades Se pagan en forma de Dividendos | Quando las Utilidades Son retenidas |
| Ventas | Q. 1,500,000 | Q. 1,500,000 |
| (-) Costo de Ventas | 1,000,000 | 1,000,000 |
| Utilidades Brutas | 500,000 | 500,000 |
| (-) Gastos | 420,000 | 420,000 |
| Utilidades antes de impuestos | 80,000 | 80,000 |
| (-) Impuestos 30% | 24,000 | 24,000 |
| Utilidad después de impuestos | 56,000 | 56,000 |
| (-) Dividendos en acciones preferentes | 8,000 | 8,000 |
| Utilidad disponible para acciones comunes | 48,000 | 48,000 |
| (-) Dividendos en acciones comunes | 48,000 | 0.00 |
| A utilidades Retenidas | -- 0.00 --- | 48,000 |

| Balance General | | |
|-----------------------------|--|--|
| | Cuando las Utilidades Se pagan en forma de Dividendos | Cuando las Utilidades Son retenidas |
| ACTIVO | | |
| Caja (Efectivo) | Q. 20,000 | 68,000 |
| Valores Negociables | 30,000 | 30,000 |
| Cuentas por Cobrar | 100,000 | 100,000 |
| Inventarios | 200,000 | 200,000 |
| Pagos Anticipados | 10,000 | 10,000 |
| | <hr/> | <hr/> |
| Activos circulantes totales | 360,000 | 408,000 |
| Activos Fijos Netos | 640,000 | 640,000 |
| | <hr/> | <hr/> |
| Total Activos | <u>1,000,000</u> | <u>1,048,000</u> |
| PASIVO Y CAPITAL | | |
| Cuentas Por Pagar | 30,000 | 30,000 |
| Documentos Por Pagar | 150,000 | 150,000 |
| Otras Acumulaciones | 20,000 | 20,000 |
| | <hr/> | <hr/> |
| Total Pasivo Corto Plazo | 200,000 | 200,000 |
| Pasivo a Largo Plazo | 300,000 | 300,000 |
| | <hr/> | <hr/> |
| Total Pasivo | 500,000 | 500,000 |
| CAPITAL | | |
| Acciones Comunes | 300,000 | 300,000 |
| Acciones Preferentes 8% | 100,000 | 100,000 |
| Utilidades Retenidas | 100,000 | 148,000 |
| | <hr/> | <hr/> |
| Capital Social Total | 500,000 | 548,000 |
| | <hr/> | <hr/> |
| Total Pasivo Y Capital | <u>1,000,000</u> | <u>1,048,000</u> |

Comparando los cuadros anteriores, se observa en el balance general que cuando se retienen las utilidades la compañía cuenta con Q.48,000.00 adicionales de financiamiento

como resultado de retener las utilidades del período. Independientemente de la forma como la compañía disponga en financiamiento de los Q.48,000 proporcionados por la operación del período actual, se habrán obtenido, mediante la retención de utilidades, Q.48,000 de fondos a largo plazo. De haberse cancelado dichas utilidades a los accionistas como dividendos, la empresa tendría que haber solicitado un préstamo o vender acciones comunes o acciones preferentes para obtener el activo y la estructura financiera que se muestra cuando no se paga dividendos.

3.3 RAZON DE PAGO DE DIVIDENDOS

Deberá evaluarse si el pago de dividendos en efectivo puede afectar la riqueza del accionista, y si es así, que razón de pago de dividendos maximizará la riqueza del accionista.

Para realizar este análisis deberá examinarse primeramente la política de dividendos de la empresa solamente como una decisión de financiamiento que incluya la acumulación de utilidades para cubrir nuevos proyectos de inversión. Cuando se trata la política de dividendos como una decisión de financiamiento, el pago de dividendos en efectivo es un pasivo residual. El importe del pago de dividendos fluctuará de un período a otro de acuerdo con las fluctuaciones en el importe de las oportunidades de inversión aceptables disponibles para la empresa. Si abundan estas oportunidades es probable que el porcentaje de pagos de dividendos sea cero. Si la empresa no puede encontrar oportunidades de inversión redituables, el pago de dividendos será del 100%.

El pago óptimo de dividendos se determinará solamente con la redituabilidad de la inversión. Si la empresa tiene abundantes oportunidades de inversión redituables, no deben existir dividendos en efectivo, pues las utilidades se necesitarán para financiar estas

oportunidades. Y si las empresas no tienen oportunidades de inversión redituables, todas las utilidades se deben distribuir entre los accionistas en forma de dividendos, ya que no se necesitan los fondos de financiamiento.

3.4 CONSIDERACIONES ADMINISTRATIVAS EN LA DETERMINACION DE UN PAGO DE DIVIDENDOS

Para poder aplicar la política de dividendos más adecuada a las necesidades de la empresa y de los accionistas, el administrador financiero deberá evaluar y tomar en cuenta los siguientes puntos:

1. Estabilidad del importe del dividendo: Generalmente los inversionistas se inclinan por los dividendos estables que nunca son inferiores a los del período anterior y que tienen buena perspectiva de aumentar en forma constante. Si la empresa establece este patrón, los inversionistas estarán más dispuestos a pagar un precio mayor de las acciones bajando el costo de capital. Otra razón para tener como objetivo una política de dividendos estable es que se cree que los inversionistas toman los dividendos y los cambios que ocurren en los mismos como fuente de información acerca de la rentabilidad de la empresa, pues se dice que un dividendo creciente hace pensar que la empresa está experimentando una mejora de naturaleza más o menos permanente.
2. Estabilidad de la tasa de distribución: Además de considerarse la estabilidad del dividendo como objetivo de su política de dividendos, el director de finanzas podría considerar en su lugar la tasa de distribución. Sin embargo, lo anterior dará lugar a fluctuaciones en los dividendos por acción que inducirán a los accionistas a disminuir su apreciación del valor de la empresa.

3. Política de dividendos adicionales: Se podrá decretar un dividendo adicional al finalizar el período, cuando ya se saben los resultados finales, en reconocimiento de un mejor comportamiento de las utilidades en un determinado período, que se paga, como su nombre lo indica, además del dividendo regular.
4. Política de dividendo residual: En ocasiones se podrá ver que algunas empresas siguen la política de dividendo residual. Pagan todo lo que queda, después de satisfacer las necesidades de capital, lo cual es obvio que esto da lugar a un patrón errático de dividendos y a la falta de satisfacción del inversionista, por lo que se debe evitar.
5. Posibilidad de obtener préstamos: Si la empresa tiene un acceso relativamente fácil al capital abundante y poco costoso, puede estar dispuesto a adoptar una política de dividendos más liberal, representada por una tasa más alta de distribución. Puesto que no se ve presionada por recursos y puede obtener todo el capital que necesita para financiar sus proyectos de inversión.
6. Liquidez: Si se tiene ya sobrada liquidez, representada por una cantidad relativamente alta de efectivo y de otros valores fácilmente convertibles en efectivo, se podrá pensar en una política de dividendos más liberal, puesto que no existe presión respecto a los recursos.
7. El control: Si la administración posee poco control sobre la empresa, el consejo de administración retendrá parte considerable de las utilidades en lugar de pagar dividendos, para eludir la necesidad de tener que vender al público acciones con derecho a voto, lo cual vendría a diluir su control.
8. Disponibilidad de proyectos de inversión aceptables: Si la empresa cuenta con gran número de proyectos de inversión aceptables en los cuales puede colocar todos los recursos que le sea posible obtener preferirá una tasa de distribución baja. Las muchas

oportunidades de inversión atractiva crean una necesidad de recursos, y la retención de utilidades es más conveniente y menos costosa que la venta de nuevas acciones.

9. Restricciones a los préstamos: Probablemente lo que influye con más frecuencia en la política de dividendos, además de la necesidad de financiamiento interno, es la restricción que imponen los préstamos al pago de dividendos. Los acreedores insisten en que los accionistas garanticen el pago de intereses y capital, por lo que el convenio de préstamo limitan la capacidad de la empresa para pagar dividendos, obligándola a reinvertir las utilidades retenidas. Dando lugar a una razón pasivo/capital más baja y a una reserva más considerable para los acreedores.
10. Pago de pasivos: El director financiero se puede ver en el caso de elegir entre pagar o renovar un pasivo o decretar pago de un dividendo. Si en su opinión el pago de pasivo es más urgente que la necesidad de decretar un dividendo, retendrá las utilidades para pagar el pasivo.
11. La inflación: Algunas empresas ven la depreciación como una fuente de recursos para reponer la maquinaria gastada y otros bienes de capital; pero en general la inflación hace que la depreciación que se genera no aporte los recursos suficientes para reponer el antiguo equipo. Estas empresas tienden a utilizar las utilidades retenidas como fuentes de recursos para llenar el faltante que no cubre la depreciación, por lo que sus dividendos se toman menos generosos en los períodos de mayor inflación.

3.5 DIVIDENDOS EN ACCIONES Y DIVISION DE ACCIONES

Los dividendos en acciones y las divisiones de acciones típicamente se utilizan para propósitos diferentes. En un sentido económico son muy similares, existiendo diferencia

importantes solo desde el punto de vista contable. Los principios contables consideran una distribución de acciones en exceso del 25% de las acciones en circulación como una división de acciones, mientras que las distribuciones menores se pueden clasificar como dividendos en acciones.

3.5.1 DIVIDENDOS EN ACCIONES

Los dividendos en acciones vienen en forma de acciones adicionales y no en efectivo. No representa más que una recapitalización de la compañía; la propiedad proporcional del accionista permanece sin cambios, ejemplo:

La empresa X tenía la siguiente estructura de capital antes de declarar un dividendo en acciones:

| | |
|--|-----------------------|
| Acciones comunes (5.00 par, 400000 acciones) | Q2,000,000.00 |
| Capital Pagado | Q1,000,000.00 |
| Utilidades Acumuladas | Q7,000,000.00 |
| | <u>Q10,000,000.00</u> |

La empresa paga un dividendo en acciones del 5% a 20,000 acciones adicionales. El valor justo de mercado de la acción es Q.40.00 cada una. Por cada 20 acciones poseídas el accionista recibe una acción adicional. El balance quedaría de la siguiente forma:

| | |
|--|-----------------------|
| Acciones comunes (5.00 par, 420000 acciones) | Q2,100,000.00 |
| Capital Pagado | Q1,700,000.00 |
| Utilidades Acumuladas | Q6,200,000.00 |
| | <u>Q10,000,000.00</u> |

En el caso de un dividendo en acciones, Q.800,000 se transfieren (Q.40 x 20,000 acciones) de las utilidades acumuladas a las cuentas de acciones comunes y capital pagado. Debido a que el valor par sigue siendo el mismo, el aumento en el número de acciones se refleja en un aumento de Q.100,000 en la cuenta de acciones comunes. El residual de Q.700,000 pasa a la cuenta de capital pagado. El capital contable de la empresa sigue siendo el mismo.

3.5.2 DIVISION DE ACCIONES

En el caso de una división de acciones, el número de acciones se aumenta a través de una reducción proporcional en el valor par de la acción. Es el sistema más efectivo para reducir el precio de mercado por acción. Ejemplo la empresa XX presenta su estructura de capital antes de una división de acciones:

| | |
|--|---------------------|
| Acciones comunes (Q. 5.00 par, 400,000 acciones) | Q.2,000,000 |
| Capital pagado | Q.1,000,000 |
| Utilidades acumuladas | Q.7,000,000 |
| Capital Contable | <u>Q.10,000,000</u> |

Después de la división la estructura de capital es:

| | |
|---|---------------------|
| Acciones comunes (Q.2.50 par, 800,000 acciones) | Q.2,000,000 |
| Capital pagado | Q.1,000,000 |
| Utilidades acumuladas | Q.7,000,000 |
| Capital Contable | <u>Q.10,000,000</u> |

En el caso de un dividendo en acciones, el valor par no se reduce mientras que en la división sí se reduce. Como resultado de lo anterior, las cuentas de acciones comunes, capital pagado y utilidades acumuladas permanecen sin cambio. Por supuesto que el capital contable también permanece igual; el único cambio es en el valor par de la acción. Un propósito principal de la división es colocar la acción en una escala de comercio más popular atrayendo por consiguiente más compradores.

Tanto los dividendos en acciones como la división de acciones parecen tener un efecto informativo o indicador. Cuando todos los demás factores permanecen constantes. El precio de las acciones tiende a subir alrededor del momento del anuncio. Lo cual representa una señal positiva. En el caso de una división de acciones con disminución proporcional se reduce el número de acciones en circulación y, por lo general, la señal enviada al mercado es negativa.

3.6 RECOMPRA DE ACCIONES

Algunas compañías recompran acciones con el fin de tenerlas disponibles para opciones de acciones. De esta forma el número total de acciones no se aumenta cuando se ejecutan las opciones. En una recompra, una compañía compra sus propias acciones y las retira. Otro motivo para la recompra es tener acciones disponibles para la adquisición de otras compañías. Y en otras situaciones adicionales las acciones se recompran con la idea de retirarlas. En esta circunstancia se puede considerar como parte de la decisión de dividendos de la empresa.

“ En 1984 una recompra de acciones era como si la compañía admitiera que no tenía nada más útil que hacer con su dinero y que sus predicciones de crecimiento no serían muy buenas. Pero, con el paso del tiempo, el mundo empresarial, comenzó a comprender las virtudes de

devoiver el exceso de efectivo a los accionistas al comprar sus propias acciones. Esto incrementaba las ganancias por acción".⁷

3.6.1 METODO DE RECOMPRA

"Los dos métodos de recompra más comunes son a través de una oferta de compra y a través de compra de acciones en el mercado. En el caso de una oferta de compra la compañía hace una oferta formal a los accionistas para comprarles un número determinado de acciones, normalmente a un precio fijo. El precio de oferta se encuentra por encima del precio actual del mercado; los accionistas pueden elegir entre vender sus acciones al precio especificado o continuar conservándolas. En las compras en el mercado libre la compañía compra sus acciones a través de una firma de corredores."⁸

Antes que la empresa recompre acciones es necesario informar a los accionistas de las intenciones de la compañía.

3.6.2 LA RECOMPRA COMO PARTE DE UNA DECISION DE DIVIDENDOS

Si una empresa tiene exceso de efectivo y oportunidades de inversión redituables insuficientes para justificar el uso de estos fondos, puede convenirle a los accionistas la distribución de los fondos. La distribución se puede llevar a cabo mediante la recompra de acciones o pagando esos fondos a través de mayores dividendos. Con la recompra permanecen en circulación menos acciones y aumentan las utilidades por acción, y en

⁷ Fox Justin. "El Significado Oculto de la Recompra de Acciones. Revista Fortune Americas. Prensa Libre, Guatemala 03/09/97.

⁸ Van Horne, James C. Op. Cit. Pág. 524

definitiva, los dividendos por acción. Como resultado de esto el precio de mercado por acción también debe aumentar.

3.7 LA POLITICA DE DIVIDENDO Y EL RIESGO

Compensando los efectos positivos que se producen en el precio de las acciones a medida que mejoran el dividendo y su crecimiento estimado debido a la retención y reinversión de las utilidades, se encuentra el riesgo asociado con el diferimiento de los dividendos y con la mayor incertidumbre que acompaña a la obtención de la ganancia de capital, debido todo ello a la reinversión de las utilidades retenidas. A medida que la empresa difiere la declaración de dividendos con el fin de poder reinvertir las utilidades en espera de incrementar los ingresos futuros y el precio de las acciones hay más riesgo de que el inversionista no llegue a recibir los dividendos esperados porque la empresa puede no tener éxito en los proyectos en los cuales decide reinvertir. Esta incertidumbre, sumada a la larga espera para recibir los dividendos, aunque resulten mayores, podrá hacer bajar el precio de las acciones si el efecto es mayor que el del crecimiento de los dividendos que se espera de la reinversión de las utilidades retenidas.

CAPITULO IV

EMPRESAS COMERCIALES DE ELECTRODOMESTICOS

En los capítulos anteriores se ha analizado toda la teoría sobre la Administración Financiera, la Estructura de Capital de las compañías, así como las Políticas de Dividendos, en forma general. Esta teoría nos servirá de base para el desarrollo de este capítulo. En este capítulo se analizará el funcionamiento en nuestro país de una empresa comercial que se dedica a la venta de electrodomésticos, para analizar la forma en que en nuestro medio, dichas empresas pueden estructurar su capital y las políticas de dividendos y utilidades acumuladas utilizadas.

Para poder determinar lo anterior se estudiará de la siguiente forma este tipo de empresa:

4.1 ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL

Las empresas comerciales, sean mayoristas o detallistas, obtienen sus ingresos mediante la venta de bienes o mercancías, obteniendo utilidad neta cuando el ingreso obtenido por ventas es superior al costo de ventas más los gastos de operación.

La empresa en estudio, es una sociedad anónima, cuenta con treinta y siete años de operar en nuestro medio. Según la escritura de constitución el objeto de la sociedad es la compra, venta y administración de toda clase de bienes, la exportación, importación, distribución y venta de mercancías, tanto al mayor como al detalle; así también representa a casas comerciales, tanto nacionales como extranjeras.

Vende y distribuye, toda clase de muebles para el hogar, aparatos electrodomésticos, línea blanca, etc. Además cuenta con un departamento de servicio, el cual se encarga de cubrir las garantías de los aparatos, así como de la venta de repuestos y reparaciones mayores.

El domicilio de la Sociedad es la ciudad de Guatemala, pudiendo establecer agencias, sucursales, depósitos, almacenes, oficinas y representaciones en cualquier otro lugar de la República o fuera de ella. Actualmente tiene 10 agencias en la ciudad capital y 30 en los departamentos, las cuales reportan directamente a la agencia central es decir que toda la administración tanto de las agencias locales como departamentales se centralizan en la agencia central y ésta consolida todos los movimientos y envía reportes a la casa matriz en el extranjero.

El período comercial de la empresa es anual, computable del uno de enero al treinta y uno de diciembre de cada año. La Junta General de Accionistas se reúnen en sesión ordinaria en los meses de abril y octubre de cada año. Y en sesión extraordinaria se reúnen cuando para ello son convocados por la Junta Directiva. Este tipo de convocatoria se realiza en los siguientes casos:

- a) Al aprobar el informe, Balance General y el Estado de Resultados que debe presentar la Junta Directiva acerca de las operaciones del ejercicio social inmediato anterior.
- b) Al acordar el porcentaje de las utilidades líquidas que debe asignarse a la creación del fondo de Reserva legal, y resolver sobre la creación de cualquier otro fondo de reserva.
- c) Al acordar la distribución de dividendos, que solamente podrán tomarse de beneficios líquidos justificados.

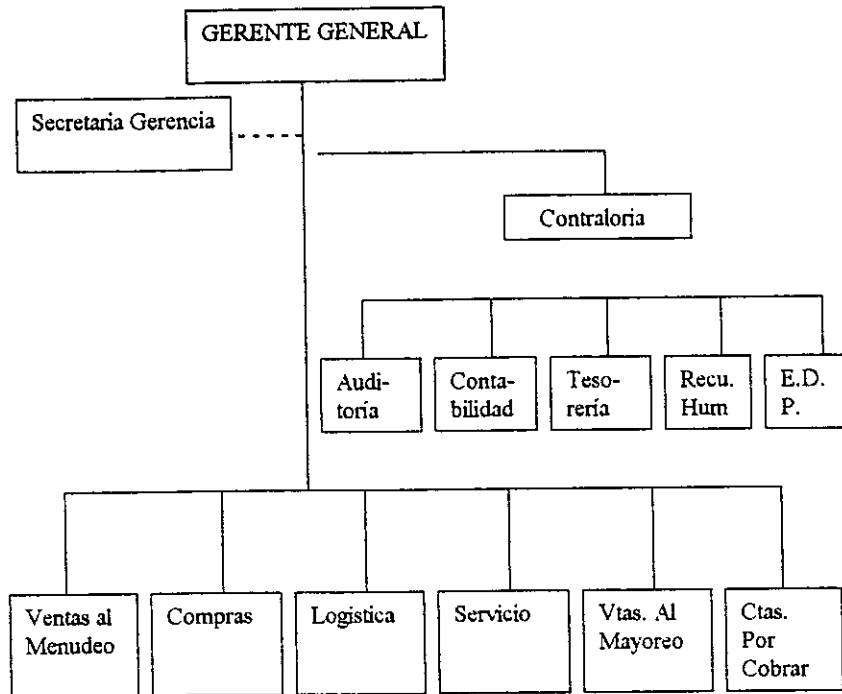
- d) Al elegir a los miembros de la Junta Directiva, designar a su presidente y disponer lo conveniente acerca de sus salarios y emolumentos.
- e) Al designar al Gerente General de la sociedad, el cual podrá ser o no, miembro de la Junta Directiva y disponer lo conveniente acerca de la duración de su mandato.
- f) Al resolver sobre el aumento o disminución del capital social.
- g) Al acordar la emisión de nuevas acciones y fijar la naturaleza, valor y condiciones de las mismas.
- h) Al resolver sobre la fusión de la sociedad con otras sociedades y sobre su disolución antes del vencimiento del plazo para el que fue constituida.

La empresa en estudio está organizada en varias empresas relacionadas, las cuales llevan el control de todas las actividades de la misma.

El organigrama general que presentan las empresas relacionadas en conjunto es el siguiente:

Cuadro 8

ORGANIGRAMA DE EMPRESA COMERCIAL "XXX"



En el anterior organigrama se puede observar la forma en que se encuentra organizada la empresa en estudio, en la cual como se comentó anteriormente, intervienen varias empresas relacionadas, cada departamento cuenta con un gerente, el cual reporta directamente al gerente general de todas las operaciones de cada departamento. A continuación se explicará cada una de ellas y la forma en que funcionan:

Siguiendo el orden del organigrama, iniciaremos con:

CONTRALORIA: Esta es una de las empresas que conforman el organigrama general de la empresa, en el presente trabajo le llamaremos Empresa Contraloría, S.A. teniendo las siguientes funciones:

1. **Auditoria:** Encargándose de la auditoria interna, llevando el control de las transacciones y operaciones, así como mejorar los métodos contables considerando su operación eficiente. Revisa los registros que se elaboran y que se llevan en cada uno de los departamentos y agencias de la compañía. Los auditores internos son responsables de que los procedimientos establecidos de contabilidad y las directrices administrativas se estén llevando a través de toda la compañía.

2. **Contabilidad:** Se encarga del proceso contable de las empresas, es decir al registro de las transacciones y a la elaboración de estados financieros y demás informes para ser utilizados por la administración, propietarios acreedores y dependencias gubernamentales.

3. **Tesorería:** La función de tesorería es la del manejo de los fondos, es decir la programación de los ingresos y egresos de la empresa. La función inicia con el

- Custodian físicamente el efectivo y los valores
- Administran las deudas, inclusive el pago de capital e intereses así también se encargan de que las condiciones de los préstamos se cumplan tal como fueron aprobados.
- Lleva el control de los cobros, pagos y gastos a proveedores de mercaderías como de prestadores de servicios.

4. Recursos Humanos: Este departamento se encarga del reclutamiento del personal y del adiestramiento tanto del personal de las agencias locales como departamentales, así como de la capacitación que se presta a los empleados. Otra actividad que se realiza en este departamento es la elaboración de planillas de sueldos.

Actualmente laboran dentro de la empresa alrededor de seiscientos empleados.

5. Departamento de EDP: En este departamento se coordina todo lo que es el soporte técnico de todas las operaciones que se realizan en las empresas que intervienen, es decir que es el departamento que procesa la información proveniente de todas las agencias y empresas relacionadas.

VENTAS AL MENUDEO: En esta parte del organigrama intervienen tres empresas con diferente razón social y comercial, las cuales se encargan de las ventas al menudeo. Dos se dedican a la venta de los productos en perfecto estado a los minoristas, y la otra vende los productos que por alguna razón han sufrido algún daño, por lo que son vendidos a menor precio, haciéndose descuentos especiales por las condiciones en que se encuentren los productos.

COMPRAS: Este departamento se encarga de adquirir los productos para luego abastecer a las diferentes tiendas. Los inventarios constituyen la partida del activo circulante más importante de una empresa comercial comparada con el total del activo, por lo que este departamento es de mucha importancia dentro de la compañía, ya que aquí se evalúa el costo de las ventas y se fijan precios a los inventarios para poder asignar las utilidades líquidas con mayor exactitud.

LOGISTICA: Este departamento se encarga de la distribución correcta de los productos, del mantenimiento de las salas de venta, así como del control y entrega de mercaderías vendidas.

SERVICIOS: Este departamento se encarga de prestar el servicio de mantenimiento a los clientes, por los productos que han adquirido, encargándose de cubrir las garantías de las mismas, así como del suministro de los repuestos para los diferentes artículos.

VENTAS POR MAYOR: Esta empresa además de contar con un departamento de ventas al menudeo tiene un departamento de ventas al por mayor, el cual se encarga de vender a los distribuidores principales la diferente mercadería disponible.

CUENTAS POR COBRAR: Regularmente, las empresas comerciales de este tipo utilizan el servicio de una empresa financiera, la cual se encarga de sus cuentas por cobrar, de autorizar los créditos así como del cobro de las mismas. Dentro del funcionamiento general de la empresa existe otra empresa que en este caso la llamaremos "Cuentas por Cobrar, S.A." la cual se encarga de investigar a las personas que se les concede créditos, de autorizar los

créditos y de llevar el control de la cartera de créditos de las agencias tanto locales como departamentales.

Como se pudo observar, en los anteriores párrafos se dio a conocer a grandes rasgos el funcionamiento de la empresa en estudio, la cual dentro de la organización cuenta con varias empresas relacionadas entre sí, logrando con ello de que todas las empresas estén dentro del mismo consorcio lo cual trae grandes beneficios, como por ejemplo: costos y gastos de funcionamiento más bajos dando como resultado ganancias altas, lo cual favorece a los accionistas, así como una planificación adecuada en el pago de impuestos. En cada uno de los departamentos en que se divide el organigrama existe un gerente, el cual tiene la responsabilidad de su departamento y reporta al gerente general.

A continuación se presenta el balance general, y el estado de resultados al 31 de diciembre de 1997, el cual nos servirá para realizar a grandes rasgos el respectivo análisis administrativo financiero de la empresa y para conocer el funcionamiento de la misma:

EMPRESA COMERCIAL "XXX", S.A.
BALANCE GENERAL
Al 31 De diciembre de 1997
(Expresado en Quetzales)

| CUENTAS DE ACTIVO | | CUENTAS PASIVO Y CAPITAL | |
|--------------------------------|----------------|----------------------------------|----------------|
| Circulante: | | Circulante: | |
| Caja y Bancos | 6,298,910.52 | Proveed. Locales | 10,509,216.62 |
| Cuentas Por Cobrar (Neto) | 82,397,917.57 | Proveed. del Exterior | 191,783.91 |
| Otras Cuentas Por Cobrar | 3,512,970.98 | Otras Ctas. por Pagar | 20,307,571.73 |
| Inventarios | 33,756,713.35 | Préstamos Bancarios | 64,004,000.00 |
| Importaciones en Tránsito | 1,809,303.11 | ISR Por Pagar | 332,035.04 |
| | <hr/> | | <hr/> |
| | 127,775,815.53 | | 95,344,607.30 |
| Propiedad Y Equipo: | | Compañías Afiliadas | |
| Terrenos y Edificios | 989,678.66 | | 9,251,216.81 |
| Reconstrucción Locales | 7,564,116.83 | Utilid. Bruta Diferida | 31,568,250.58 |
| Mobiliario y Equipo | 3,825,687.41 | | <hr/> |
| Vehículos | 3,174,628.29 | Suma del Pasivo | 136,164,074.69 |
| Otros Activos | 1,344,235.39 | | |
| (-) Depreciación Acumulada | (5,604,770.12) | Patrimonio de los Socios: | |
| | <hr/> | Capital Social | 2,000,000.00 |
| | 11,293,576.46 | Reserva de Capital | 1,232,819.16 |
| Cargos Diferidos | | Utilidades Retenidas | 774,748.41 |
| Cargos y Pagos Anticipados | 1,102,250.27 | | <hr/> |
| | <hr/> | Suma del Patrimonio | 4,007,567.57 |
| | 140,171,642.26 | | <hr/> |
| Suma del Activo | <hr/> <hr/> | Suma Pasivo y Capital | 140,171,642.26 |

EMPRESA COMERCIAL "XXX", S.A.
ESTADO DE RESULTADOS
Del 1 de Enero al 31 de diciembre de 1997
(Expresado en Quetzales)

| | | |
|---|----------------|------------------------|
| Ventas Brutas de Almacenes | 183,058,731.91 | |
| Ventas Brutas Otros Departamentos | 872,140.44 | |
| | | |
| Total de Ventas Brutas | | 183,930,872.35 |
| (-) Devoluciones Sobre Ventas | 8,320,501.06 | |
| (-) Rebajas Sobre Ventas | 2,086,354.84 | |
| | | |
| Total Devoluciones y Rebajas | | 10,406,855.90 |
| | | |
| Total de Ventas Netas | | 173,524,016.45 |
| (-) Costo de Ventas | | 108,937,521.03 |
| | | |
| Ganancia Bruto no realizada | | 64,586,495.42 |
| (-) Utilidad Bruta no realizada en ventas a plazo | | 848,047.10 |
| (+) Utilidad Bruta realizada en Ventas a plazo | | 865,000.00 |
| | | |
| Ganancia Bruta realizada | | 64,603,448.32 |
| (-) Gastos Generales y de administración | | 52,125,114.03 |
| | | |
| Ganancia en Operación | | 12,478,334.29 |
| Resultados Extraordinarios | | |
| Ingresos: | | |
| Intereses Recibidos de Terceros | 466,846.58 | |
| Intereses Recibidos de Afiliadas | 577,198.55 | |
| Diferencias Cambiarias | 372,042.89 | |
| Ingresos Varios | 652,280.88 | |
| | | 2,068,368.90 |
| Gastos: | | |
| Intereses pagados a Terceros | 10,620,993.01 | |
| Intereses Pagados a Afiliadas | 2,420,560.31 | |
| Gastos Varios | 398,366.42 | |
| | | 13,439,919.74 |
| Suman los Resultados Extraordinarios | | (11,371,550.84) |
| | | |
| Utilidad del Ejercicio | | 1,106,783.45 |

ESTADO DE RESULTADOS
Del 1 de Enero al 31 de diciembre de 1997
(Expresado en Quetzales)

| | |
|-----------------------------|--------------|
| Utilidad del Ejercicio | 1,106,783.45 |
| (-) Impuesto Sobre la Renta | 332,035.04 |
| Utilidad Neta del Ejercicio | 774,748.41 |

4.2 ADMINISTRACION DEL CAPITAL DE TRABAJO

Tal como se expuso en el Capitulo I página 26 de esta tesis, la administración del capital de trabajo se refiere al manejo de las cuentas corrientes de la empresa, activos circulantes y los pasivos a corto plazo, el activo circulante debe ser lo suficientemente grande para cubrir el pasivo a corto plazo, con el fin de consolidar un margen razonable de seguridad, así como de decidir sobre el monto y la composición de los activos circulantes y como financiarlos.

Al 31 de diciembre de 1997, la empresa presenta los siguientes datos en las cuentas del activo y pasivo circulante:

EMPRESA "XXX", S.A.
 CUENTAS DE ACTIVO Y PASIVO CIRCULANTE
 AL 31-12-1997
 (En Quetzales)

| Activo Circulante | | Pasivo Circulante | |
|---------------------------|----------------|--------------------------|---------------|
| Caja y Bancos | 6,298,910.52 | Proveedores Locales | 10,509,216.62 |
| Cuentas Por Cobrar Neto | 82,397,917.57 | Proveedores del Exterior | 191,783.91 |
| Otras Cuentas X Cobrar | 3,512,970.98 | Otras Cuentas X Pagar | 20,307,571.73 |
| Inventarios | 33,756,713.35 | Préstamos Bancarios | 64,004,000.00 |
| Importaciones en Tránsito | 1,809,303.11 | | |
| | 127,775,815.53 | | 95,012,572.26 |

Con las cuentas de activo y pasivo circulante podemos determinar la razón de solvencia y la razón de liquidez las que nos indicarán la situación de la empresa:

$$\text{INDICE DE SOLVENCIA: } \frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Pasivo Circulante}} = \frac{127,775,815.53}{95,012,572.26} = 1.34$$

$$\text{INDICE DE LIQUIDEZ: } \frac{\text{Activo Circulante (-) Inventario}}{\text{Pasivo Circulante}} = \frac{92,209,799.07}{95,012,572.26} = 0.97$$

La razón de solvencia de 1.34 nos indica, que la empresa puede cubrir sus cuentas por pagar a corto plazo en una forma muy ajustada, y a los inversionistas no les convendría concederle nuevos créditos porque la razón de solvencia y liquidez se encuentra muy por debajo de lo aceptable es decir una razón de 3. Al momento de querer cancelar las deudas a corto plazo no tendría necesidad de adquirir financiamiento y si en cualquier momento necesitará ser financiada por medio de un préstamo bancario; los que podrían concederle dicho préstamo sería algún banco en donde se manejan las cuentas bancarias de la empresa, los cuales tendrían las referencias necesarias de las operaciones crediticias de la empresa y si consideran que la empresa está en la capacidad de cumplir con el pago de los cargos fijos como de capital podrán concederle un nuevo préstamo.

Los rubros más grandes que aparecen en el activo y pasivo circulante, son las cuentas por cobrar y los préstamos a corto plazo, los cuales al momento de querer liquidar las deudas

con los bancos y no se contara con el efectivo suficiente se podría tomar la opción de cancelar los préstamos a corto plazo; por medio de la venta de la cartera de créditos.

La razón de liquidez de la empresa de 0.97 nos indica que con el efectivo totalmente disponible la empresa no podría cumplir con el pago de sus pasivos circulantes, ya que solamente estaría cubierto 0.97 centavos por cada quetzal adeudado.

A continuación se presentará a grandes rasgos la forma en que se administran las cuentas más importantes del activo y pasivo circulante:

4.2.1 ADMINISTRACION DEL EFECTIVO

Por ser una empresa comercial, siempre tiene ingresos tanto por ventas al contado como por ventas al crédito, lo cual hace que en caja y bancos siempre mantenga grandes cantidades de efectivo, por lo que se planifican adecuadamente el pago de las obligaciones a corto plazo y se elaboran presupuestos de caja para determinar las necesidades más próximas.

Tal como se comento en el Capítulo I, para poder administrar correctamente el efectivo, se debe tomar muy en cuenta la agilización de los cobros, por lo que dentro de la organización se cuenta con una empresa intercompañía que se encarga exclusivamente del cobro de las cuentas por cobrar y lleva un control efectivo en las diferentes salas de ventas.

Para consolidar todos los ingresos, las diferentes salas de venta depositan directamente el efectivo por las ventas del día; reduciéndose con ello el tiempo de tránsito desde que el cliente paga sus cuentas y el momento en que se cobran los cheques y se conviertan en fondos utilizables por la empresa. Logrando con ello que se disponga rápidamente del efectivo y diariamente se envía reportes a la agencia central para estar al tanto de los ingresos, la agencia central cuenta además con un sistema que está conectada directamente con los diferentes

bancos los cuales reportan a la empresa los depósitos que las agencias tanto de la capital como del interior realizan.

Otro procedimiento que utiliza la empresa, para agilizar los cobros son las transferencias electrónicas de fondos, es decir la utilización de tarjetas de crédito. En almacenes y en la mayoría de comercios se puede pagar una compra con tarjetas de crédito, ya que los fondos se transfieren en forma electrónica del cliente a la tienda. La ventaja para los comerciantes es que se tiene la seguridad de que los pagos por las compras son buenos e inmediatos.

En la actualidad, la empresa acepta a sus clientes las siguientes tarjetas de crédito: Visa, Master Card, American Express y Diners Club, cobrando una tasa de comisión que se sitúa entre el 3 y 8%, siendo la tarjeta Master Card la que cobra una comisión más alta (8%), pero por ser una de las tarjetas que más poseen los clientes, se acepta, ya que las ventas que se realizan con ella, compensan la comisión pagada.

La comisión que se paga a las empresas emisoras de tarjetas, representa parte del costo que aparece en el estado de resultados de la empresa. Al 31 de diciembre de 1997 este rubro fue de Q.398,366.42. Si tomamos de base las ventas brutas que se realizaron en el año 1997 (Q.183,058,731.91), la comisión total pagada a las empresas emisoras de las diferentes tarjetas de crédito (Q.398,366.42) y una tasa promedio de comisión pagada de 5.2% veremos que el total de ventas realizadas por medio de tarjetas de crédito fue por valor de Q.7,660,892.69 ($Q.398,366.42 \times 100 / 5.2\%$), el cual representa un 4.18% del total de las ventas.

En cuanto a los desembolsos, al haber un correcto control interno puede dar como resultado una rotación de efectivo más rápida. En los cobros el objetivo principal es hacerlos

efectivo rápidamente mientras que en los desembolsos el objetivo principal es demorarlos tanto como sea posible, siempre y cuando no se dañe la imagen crediticia de la empresa.

Tal como se comentó en los párrafos anteriores, la empresa en estudio trabaja con varios bancos del sistema, para así poder agilizar los depósitos, y para evitar la acumulación de saldos excesivos en un banco en particular. Además con ello se pueden realizar transferencias rápidamente para el pago de cuentas. Las cuentas bancarias que se manejan son cuentas de ahorro con traslado automático de fondos a la cuenta de depósitos monetarios, los cuales obtienen un rendimiento que oscila entre una tasa del 5 al 12% sobre saldo diario capitalizado. Además se cuenta con depósitos a plazo fijo en las cuales la tasa de interés es mayor que el de las cuentas de depósitos monetarios.

Según el estado de resultados al 31 de diciembre de 1997, la empresa obtuvo ingresos financieros por Q.466,846.58 y representa los interés ganados en las diferentes cuentas bancarias durante el período.

4.2.2 ADMINISTRACION DE CUENTAS POR COBRAR

En la administración de las cuentas por cobrar, primero se debe estudiar las políticas, normas y análisis de créditos para determinar la calidad de las cuentas por cobrar.

4.2.2.1 POLITICAS Y NORMAS DE CREDITO APLICADAS EN LA EMPRESA:

En el organigrama general de la empresa, aparecen dos empresas que se dedican a la venta de los diferentes productos que ofrece la empresa, así vemos que existe una que se encarga de vender a los minoristas y otra que le vende a los mayoristas, por lo que para conceder un crédito por las ventas a mayoristas o minoristas son diferentes requisitos que

deben cumplir. A continuación se presentarán los requisitos que se deben cumplir para conceder créditos a los dos tipos de clientes:

Si es la primera vez que el cliente solicita un crédito, un cliente minorista deberá presentar los siguientes documentos y cumplir con los siguientes requisitos:

- Constancia de ingresos
- Cédula de Vecindad del cliente
- Presentar un fiador
- Constancia de poseer alguna tarjeta de crédito

El departamento de crédito analiza la información proporcionada por el cliente y en el transcurso de veinticuatro horas determina e informa al cliente si su crédito fue aprobado o no.

Si se trata de un comprador mayorista y es la primera vez que solicita un crédito, los documentos a presentar son los siguientes:

- Cópia de Patente de Comercio
- Cópia de Estados Financieros del último período de la empresa
- Cédula de vecindad del Representante legal si se trata de una sociedad o del propietario si se tratará de una empresa individual.

Cuando la empresa o el cliente que solicita un crédito, ya ha solicitado el mismo en varias ocasiones, omiten la presentación de los anteriores documentos, pues la empresa ya tiene referencias de las negociaciones que se han tenido, y si la paga a sido buena no habrá ningún inconveniente en conceder otro crédito.

4.2.2.2 POLITICAS DE COBRO

De todas las ventas a plazo que se realizan, los cobros se efectúan cada final de mes y se cobran en el lugar que indique el cliente, ya sea enviando cobradores a su domicilio o presentándose directamente el cliente a las oficinas centrales de los almacenes. Si pasados los treinta días el cliente no paga su cuota, es visitado por el cobrador; siendo en ese momento la primer visita de cobro, a los sesenta días de atraso se realiza la segunda visita de cobro y si pasados los noventa días el cliente no se presenta a cancelar se le recoge el producto comprado, el cual es vendido nuevamente a otros clientes, pero con un valor menor.

En cuanto a los descuentos por pronto pago, si en algún momento, el cliente decide cancelar totalmente su saldo, se le concede un 10% de descuento sobre saldo y si adelanta el pago de sus cuotas pero no cancela totalmente el saldo, se le concede un descuento que se sitúa entre un 2 a 5%, dependiendo de los pagos anticipados que haga.

Al 31 de diciembre de 1997, la empresa había concedido descuentos por un valor de Q2,086,354.84 representando un porcentaje de 1.13% sobre el total de las ventas brutas.

También se presenta saldos de otras cuentas por cobrar por Q.3,512,970.98 y corresponden a cuentas por cobrar a compañías afiliadas. Durante el período dichas cuentas generaron ingresos por intereses de Q.577,198.55.

A las compañías afiliadas al prestarle dinero, se le cobra entre un 5 a 7% de interés, el cual es muy bajo si comparamos la tasa de interés para este tipo de operaciones que cobran los bancos, pero por ser compañías del mismo consorcio se cobra lo mínimo.

Otros aspectos que hay que observar en las cuentas por cobrar son los intereses que se obtienen por las ventas a plazo, es decir el financiamiento que se da al vender al crédito.



Según el estado de resultados al 31/12/97 en este rubro de obtuvieron ingresos por Q.652,280.88.

4.2.3 ADMINISTRACION Y CONTROL DE INVENTARIOS:

El tener un adecuado inventario de todos los productos que ofrece la empresa, le permite tener flexibilidad al momento de colocar a la venta los mismos.

Las empresas comerciales, la mayoría de sus ventas, son ventas estacionales, es decir que dependerán de las diferentes circunstancias que se den en el mercado y en el ambiente, por lo que el departamento encargado de las compras tendrá, que estar al tanto de todos los factores que afectarán las ventas para así poder proyectar adecuadamente las compras y satisfacer con ello la demanda. Las ventajas de tener mayores inventarios son: La empresa puede llevar a cabo economía en las compras, ya que mientras se compre mayor cantidad de productos; por lo regular la empresa obtiene grandes descuentos, logrando con ello costos más bajos y finalmente al tener mayores inventarios la empresa podrá despachar los pedidos con mayor rapidez.

En cuanto a las desventajas de mantener altos inventarios tenemos: el costo total de mantener el inventario, incluyendo los costos de almacenaje. El costo de almacenaje será alto siempre y cuando las empresas no cuenten con bodegas propias, en nuestro caso la empresa cuenta con bodegas propias, en las cuales se almacena toda la mercadería proveniente de los diferentes proveedores evitando con ello el pago de enormes cantidades por almacenaje.

La rotación del inventario es de 3 veces al año ($108,937,521.03 / 33,735,666.73$), es decir que cada cuatro meses se esta adquiriendo los inventarios promedios para satisfacer las necesidades de los clientes.

4.2.4 ADMINISTRACION DE CUENTAS DE PASIVO CIRCULANTE

El financiamiento a corto plazo se puede clasificar de acuerdo a si la fuente es o no espontanea. Las cuentas por pagar y las acumulaciones se clasifican como espontaneas, ya que su magnitud es principalmente una función del nivel de operaciones de una compañía, según se van ampliado las operaciones; normalmente estos pasivos aumentan y financian en parte el crecimiento de los activos. Las cuentas por pagar a corto plazo no espontáneas son: el crédito del mercado del dinero y los préstamos a corto plazo, ya que tendrán que ser convenidas sobre una base formal.

Así vemos también que el crédito comercial es una forma de financiamiento a corto plazo común a casi todos los negocios y representa una mayor fuente de fondos a corto plazo para las empresas, ya que la mayoría de compradores no se les exige que paguen por las mercaderías al momento de su entrega, sino que se les concede un corto periodo de aplazamiento. Durante ese periodo el vendedor le concede crédito al comprador.

Una de las formas en que la empresa en estudio administra correctamente las cuentas de pasivo circulante, es por medio del "estiramiento" de las cuentas por pagar, es decir tratar de pagar las cuentas a su vencimiento y si es posible posponer el pago más allá del periodo acordado, siempre y cuando no se dañe la relación crediticia con los proveedores de crédito; y si en algún momento los proveedores conceden descuentos favorables y la empresa tiene la suficiente liquidez deciden pagar anticipadamente las cuentas, aprovechando el descuento otorgado.

En el balance general al 31 de diciembre de 1997, la empresa en estudio presenta los siguientes saldos en las cuentas del pasivo circulante:

| Pasivo Circulante | | % |
|--------------------------|----------------------|---------------|
| Proveedores Locales | 10,509,216.62 | 11.06 |
| Proveedores del Exterior | 191,783.91 | 0.20 |
| Otras Cuentas X Pagar | 20,307,571.73 | 21.37 |
| Préstamos Bancarios | 64,004,000.00 | 67.37 |
| | <u>95,012,572.26</u> | <u>100.00</u> |

Tal como se puede observar, el financiamiento espontaneo de la empresa es de los Proveedores Locales (10,509,216.62), de los Proveedores del Exterior (191,783.91) y de Otras Cuentas Por Pagar (20,307,571.73), ya que se van dando conforme el movimiento del negocio y representa el 32.63% del total del pasivo circulante.

El financiamiento no espontáneo corresponde a los préstamos bancarios (Q.64,004,000.00) representando el 67.37% lo cual es bastante significativo. El costo que representa dichos préstamos será analizado en el punto 4.4.

Los préstamos que aparecen en el balance general, fueron contratados en varios bancos donde la empresa tiene sus diferentes cuentas bancarias, dichos préstamos se contratan a un plazo de un año, sin embargo son prorrogables, es decir que si al final del plazo fijado, la empresa no cancela el préstamo puede prorrogarlo por un año más, son préstamos no garantizados y se conceden bajo una línea de crédito.

Una línea de crédito es un convenio entre el banco y la empresa en el cual se especifica el importe máximo de crédito no garantizado que el banco permitirá que la empresa le adeude en cualquier momento y se establecen por un período de una año quedando sujeto a renovación por un año más. Actualmente dos bancos son los que trabajan con la empresa concediéndole línea de crédito hasta un máximo de 15 millones y con los otros bancos se contratan los préstamos por medio de un contrato de fideicomiso en el cual la empresa se

compromete con el banco de que si en algún momento no puede cumplir con el pago del préstamo, el banco puede protestar el contrato y embargar la empresa para recuperar lo adeudado.

El saldo que aparece en el pasivo circulante en otras cuentas por pagar (Q20,307,571.73), representa en un 65% del total; el pago que se realiza a una compañía de seguros por la garantía que ofrece la empresa de los artículos vendidos. Este seguro cubre todas las ventas que se realizan en un 100% y el plazo es de cinco años.

Este seguro funciona de la siguiente forma: Por ejemplo supongamos que se vendieron 10 televisores a Q.4,500.00 = Q.45,000.00 con un costo de Q.26,652.00, la garantía que ofrece la empresa es de 1 año, sin embargo se ofrece a los clientes una garantía adicional, ya sea por 4 o 5 años al pagar cierta cantidad de dinero que establece la empresa. En ese momento, la empresa contrata el seguro por el valor del costo del artículo, pagando en varias primas, si el cliente se ve en la necesidad de reclamar alguna garantía, el seguro se encarga de cubrir el costo por el cambio de los mismos. Si pasados los cinco años de garantía que cubre el seguro, no hubo necesidad de cambiar los televisores, el seguro le devuelve a la empresa el 50% del total del valor pagado, lo cual representa una ganancia para la empresa pues en su momento fue registradas como un gasto para la empresa.

4.3 INVERSION EN ACTIVOS DE CAPITAL

La formación del activo de capital se puede definir como cualquier inversión que aumente la capacidad productiva de la empresa. El activo de capital (Propiedad y Equipo) al 31/12/97 presenta los siguientes saldos:

| |

≡

≡

| Propiedad Y Equipo | | % |
|---------------------------|----------------------|------------|
| Terrenos y Edificios | 989,678.66 | 8.76 |
| Reconstrucción Locales | 7,564,116.83 | 66.98 |
| Mobiliario y Equipo | 3,825,687.41 | 33.87 |
| Vehículos | 3,174,628.29 | 28.11 |
| Otros Activos | 1,344,235.39 | 11.90 |
| (-) Deprec. Acumul. | (5,604,770.12) | (49.62) |
| | <u>11,293,576.46</u> | <u>100</u> |

La inversión mayor que realiza la empresa es en la remodelación de las diferentes salas de venta lo cual representa un 66.98% del total del activo fijo menos su depreciación acumulada. Lo anterior se debe a que por ser una empresa comercial deberá contar con salas amplias y bien equipadas para que atraiga a los clientes logrando con ello mayores ventas.

Teniendo el total del activo fijo y sabiendo que el pasivo a largo plazo es de Q.9,251,216.81 podremos calcular la razón de estabilidad de la empresa:

$$\text{RAZON DE ESTABILIDAD: } \frac{\text{Activos Fijos}}{\text{Pasivos L. P.}} = \frac{11,293,576.46}{9,251,216.81} = 1.22$$

Este índice nos indica que las obligaciones a largo plazo de la empresa están totalmente cubiertas, lo cual refleja en este momento que la empresa podrá hacerle frente a sus obligaciones a largo plazo. Teniendo el total de capital contable (Q.4,339,602.61) podremos calcular el índice de Inversión en Activos Fijos el cual nos indicará en que porcentaje se utiliza el capital de los accionistas en la inversión de los activos fijos. $(4,339,602.61 / 11,293,576.46 = 38\%)$.

4.4 FINANCIAMIENTO A LARGO PLAZO

El financiamiento a largo plazo se puede dar de las siguientes formas: por préstamos directos con las instituciones bancarias, por medio de la venta de pasivos en forma de bonos, por el arrendamiento financiero y por medio de la emisión de pagarés financieros.

En la empresa en estudio solamente se dan lo que son préstamos pero no con las instituciones bancarias de nuestro medio, sino que con compañías afiliadas, lo cual le resulta más favorable, ya que las tasas de interés se sitúan entre un 5 al 10%, logrando con ello un costo menor por los intereses.

Estos préstamos provienen de la casa matriz, fuera de nuestro país y se dan a través de una línea de crédito, al 31 de diciembre de 1997, dicho rubro presenta en el balance general un saldo de Q,9,251,216.81 representando un 6.71 % del total del pasivo.

En nuestro medio son pocas las empresas que emiten bonos como una fuente de financiamiento, por ser un tema de poco uso dentro de nuestro mercado financiero así como de las empresas, y por no ofrecer garantías reales los inversionistas no estarían dispuestos a adquirirlos. Así vemos que solamente se da la venta de bonos de prendas que emiten los Almacenes Generales de Depósito o los Bonos Hipotecarios que emiten las entidades financieras, ya que presentan garantías reales. Solamente quienes tienen inmuebles que hipotecar o inventarios que almacenar son quienes tienen acceso efectivo al crédito por esta vía.

Otra forma de financiamiento a largo plazo que se está dando en nuestro medio es la emisión de obligaciones por medio de pagarés, el cual es un título de crédito mediante el cual el sujeto que lo libra promete pagar una cantidad de dinero al beneficiario que se indique, sin que pueda sujetarse la obligación a condición alguna. El pagaré es de poco uso en el

comercio común y corriente, sin embargo, si es utilizado en las operaciones de créditos e inversiones; por ejemplo los bancos utilizan Pagarés a través de los cuales otorgan créditos, y las Financieras conjuntamente con las sociedades jurídicas y mercantiles, emiten Pagarés Financieros, títulos con los cuales se agencias de fondos y son negociados a través de una Bolsa de Valores o por medio de una Casa de Bolsa autorizada por la Superintendencia de Bancos.

En la actualidad, debido a la Globalización Económica y a la necesidad de obtener fondos para competir con empresas extranjeras se ha dado un crecimiento acelerado de Pagarés Financieros, los cuales son negociados a través de la Bolsa de Valores, y si piensan negociarse en el extranjero deberán ser autorizadas previamente por la Junta Monetaria.

4.5 ESTRUCTURA DE CAPITAL Y POLITICA DE DIVIDENDOS:

4.5.1 FUENTES DE FINANCIAMIENTO

4.5.1.1 PASIVOS A LARGO PLAZO:

Tal como se comento anteriormente, la deuda propicia apalancamiento financiero, que tiende por su parte, a magnificar los efectos de las utilidades operativas incrementadas sobre los rendimientos de los propietarios. La deuda es la forma más barata de financiamiento a largo plazo debido a la deducción de los intereses para el cálculo del impuesto sobre la renta.

En nuestro medio las formas más comunes que existen para adquirir financiamiento a largo plazo son: Adquirir préstamos a largo plazo con los bancos, emitir pagarés financieros, etc. La empresa en estudio para financiarse a largo plazo solamente utiliza los préstamos que le otorga la casa matriz, ya que la tasa de interés es mucho más favorable que si lo obtuviera de un banco local.

El saldo al 31/12/97 que presentan los préstamos a largo plazo es de Q.9,251,216.61 y los intereses que se pagaron durante el período por dichos préstamos fue de Q.2,420,560.31. La empresa además pago Q.10,620,993.01 de intereses por los préstamos a corto plazo a los bancos.

La razón de cobertura financiera que presenta es la siguiente:

$$\text{DATOS: } \frac{\text{Utilidad Antes de Gastos Financieros}}{\text{Total Gastos Financieros Por Préstamos}} = \frac{Q.12,478,334.29}{Q.13,041,553.32} = 0.96$$

Este índice nos indica que los gastos financieros por préstamos no fueron cubiertos en su totalidad por la utilidad en operación y que los gastos financieros fueron muy altos en el período ya que representa casi el total de la utilidad antes de gastos financieros. Si se toma en cuenta los préstamos a corto plazo (64,004,000.00) y los préstamos a largo plazo (Q.9,251,216.81) se observa que la empresa esta muy endeudada, y si decide endeudarse más, deberá analizar los flujos de efectivo futuros para poder cumplir con el pago de capital e intereses sin caer en insolvencia. Además al adquirir nuevas deudas aumentan también los cargos fijos disminuyendo con ello la utilidad y a la vez disminuye las utilidades disponibles para los accionistas.

En cuanto al costo que representa el financiamiento por medio de deudas a largo plazo vamos a suponer la siguiente información: Se tiene prestamos a largo plazo por Q.9,251,216.81 pagando un interés anual del 10% (Q.925,121.68 y el crédito tendrá una vigencia de 5 años el costo será el siguiente:

$$\begin{array}{l}
 \text{Costo Aproximado} \\
 \text{Del pasivo} \\
 \text{Antes de} \\
 \text{Impuestos}
 \end{array}
 \begin{array}{r}
 921,121.68 + \frac{9,251,216.81 - 9,251,216.81}{5} \\
 \hline
 \frac{9,251,216.81 + 9,251,216.81}{2}
 \end{array}
 = 0.10$$

En la fórmula anterior se calculó el costo del pasivo antes de impuestos, a continuación se calculará el costo después de impuesto sobre la renta a una tasa del 30%

$$\begin{aligned}
 \text{Costo después de Impuesto} &= \text{Costo del pasivo antes de impuestos (1 - Tasa del Impuesto)} \\
 &= 0.10 (1 - 0.30) = 0.07 = 7\%
 \end{aligned}$$

El costo real por la utilización de deuda a largo plazo es del 7% lo cual es muy bajo, esto se debe a que los gastos de intereses son deducibles de impuestos.

4.5.1.2 ACCIONES COMUNES Y UTILIDADES RETENIDAS:

Según la escritura de constitución, dicha empresa inició operaciones en el año mil novecientos sesenta, con un capital autorizado y suscrito de, cien mil quetzales (Q.100,000.00) representado y dividido en cien acciones ordinarias de valor nominal de mil quetzales cada una (Q.1,000.00). Al momento de constituirse fue pagado el 25% del capital autorizado y suscrito (Q.25,000.00) y posteriormente fue cancelado el resto. Al ir pasando los años y creciendo la empresa, se vio en la necesidad de ampliar el capital para poder satisfacer la demanda de los productos, así como para poder hacerle frente a los compromisos contraídos. La escritura de constitución fue modificada al ampliarse el capital a dos millones

(Q.2,000,000.00), que es el capital que actualmente posee. Esta ampliación se realizó por medio de la aportación de los socios.

Según el último balance el patrimonio de los socios se presenta de la siguiente forma:

| | |
|----------------------|-----------------|
| Capital Social | Q. 2,000,000.00 |
| Reservas de Capital | Q. 1,232,819.16 |
| Utilidades Reteridas | Q. 774,748.41 |
| | Q. 4,007,567.57 |

El capital social está compuesto por 2,000 acciones comunes con un valor nominal de Q.1,000.00 cada una, las reservas de capital constituyen utilidades de periodos anteriores que aún no se han distribuido entre los accionistas por lo que están financiando las actividades de la empresa y la reserva legal. Las utilidades retenidas, corresponden a las utilidades del periodo.

Dentro de los socios, existen tres mayoritarios los cuales administran el 100% de las operaciones del negocio, no existen acciones preferentes, ni acciones de socio o fundador.

Las acciones comunes son una fuente de financiamiento que impone muy pocas restricciones sobre la empresa, las acciones ordinarias por no tener vencimiento, eliminan el compromiso de repago futuro.

El costo de capital por medio de las acciones comunes se define como la tasa a la que los inversionistas descuentan los dividendos previstos de la empresa a fin de determinar el precio de mercado del interés de participación de la empresa. Supongamos que el valor actual de las acciones comunes de la empresa es de Q.1,000.00, la empresa espera pagar dividendos por Q.100.00 y la tasa de crecimiento anual esperado es del 10% el costo del capital por medio de acciones ordinarias será de:

$$K_s = \frac{100.00}{1000.00} + 0.10 = 0.20$$

El costo del 20% del capital en acciones comunes representa el rendimiento requerido por los accionistas sobre su inversión, el cual es demasiado alto, ya que las tasas prevalecientes en el mercado para inversiones se sitúan entre un 10 a un 15% según la política monetaria y cambiaria del país.

Para los inversionistas de la empresa, los rendimientos que se están obteniendo son muy rentables, ya que si calculamos la tasa de rendimiento que se está obteniendo con los datos reales de los estados financieros al 31 de diciembre de 1997 vemos que se está obteniendo una tasa del 28% (1,106,783.45 / 4,007,567.57).

En cuanto a las Utilidades Retenidas se consideran como una fuente de financiamiento, ya que el pago de utilidades en la forma de dividendos en efectivo a los tenedores de las acciones disminuye el efectivo. Así vemos que en balance general el saldo en bancos es de Q.6,298,910.52, el de Reserva de capital es de Q.1,232,819.16 y el de utilidades retenidas es de Q.774,748.41 las cuales al ser canceladas totalmente a los accionistas en forma de dividendos disminuyen el efectivo en más de dos millones con lo cual disminuye el índice de solvencia. El costo que representa la utilización de las utilidades retenidas y reservas es el mismo que se calculó en las acciones ordinarias (20%), ya que representan las utilidades que los accionistas han dejado de percibir.

4.5.2 EL EFECTO DE LOS IMPUESTOS

Tal como se comento en el capítulo 3 numeral 2.5, en nuestro medio, donde existe el impuesto sobre la renta, hay una ventaja muy importante en la utilización de las deudas y se puede medir el valor actual de la protección fiscal. La ventaja se refiere a que los pagos de intereses son deducibles como gastos mientras que el pago de dividendos no es deducible para fines fiscales y además al utilizar deudas, el importe total del pago disponible tanto para los tenedores de deudas como para los accionistas es mayor.

La protección fiscal mencionada anteriormente se refiere al subsidio que el gobierno otorga a las compañías apalancadas por el uso de la deuda. A continuación se calculará la protección fiscal que la compañía obtendría al seguir manteniendo una deuda a largo plazo de Q.9,251,217 a una tasa de interés del 10% y un impuesto sobre la renta del 30%. Suponiendo que la deuda es permanente utilizaremos la fórmula de perpetuidad siguiente:

$$\frac{Tc r B}{r} = tc B$$

En donde tc es la tasa del impuesto, r es la tasa de interés sobre la deuda y B es el valor de mercado de la deuda.

Resolución:

$$\frac{0.30 * 0.10 * 9,251,217}{0.10} = 2,775,365.10$$

Si se utiliza la deuda, el valor global de la compañía será de Q.2,775,365.10 más. Esta valuación mayor ocurre debido a que la corriente de utilidades para todos los inversionistas es

de Q.277,536.60 mayor por año. El valor actual de Q.277,536.60 por año, descontado al 10% es de $277,536.60 / 0.10 = Q.2,775,366.00$.

Como se pudo observar en el anterior análisis, la empresa tiene deudas fuertes las cuales originan salidas de efectivo por intereses muy altas, las cuales vienen a disminuir las utilidades disponibles para los accionistas, pero también disminuyen el pago del impuesto sobre la renta lo cual favorece al accionista, y finalmente se puede decir que no se están administrando correctamente los recursos, ya que las utilidades que se están obteniendo no están acorde al capital de terceros, mientras que al capital de los socios si se encuentran en buena posición, ya que el capital aportado de los socios esta generando rendimientos de un 28%, lo cual es mayor a cualquier otra inversión dentro del mercado financiero en el que se están ofreciendo tasas de rendimiento muy por debajo del 28%.

Si en un futuro la empresa decidiera aumentar sus operaciones y por lo tanto aumentar el financiamiento ya sea por medio de los accionistas o por terceros, deberá evaluar todas las alternativas que le ofrece el mercado financiero, así como evaluar la situación de la empresa para determinar el financiamiento a utilizar. Se hace notar que si la empresa decidiera adquirir financiamiento por medio de la emisión de nuevas acciones y colocarlos a otros accionistas no atraería inversionistas por varias razones las cuales se enumeran a continuación:

1. Las acciones podrían negociarse en la Bolsa de Valores, sin embargo, en nuestro medio aún no se ha desarrollado este tipo de inversión y no es utilizado este tipo de transacción.
2. La presentación de la información financiera de la empresa al público no es atractiva a los inversionistas originales pues podría perderse el poder en el control de la empresa.
3. Y finalmente la empresa no presenta la solvencia necesaria como para poder atraer inversionistas, ya que las utilidades que se obtienen son muy bajas.

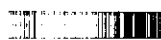
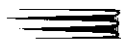
Y si la empresa decide adquirir nuevas deudas a largo plazo, deberá evaluar sus flujos futuros de efectivo para no caer en insolvencia, y determinar hasta que punto podrá endeudarse y aprovechar al máximo los recursos para obtener las ganancias que lleguen a cubrir los gastos fijos de la deuda.

4.5.3 POLITICA DE DIVIDENDOS:

En cuanto a la política de dividendos que utiliza la empresa, se reparten utilidades a los accionistas no del 100% de las utilidades del periodo. En la escritura de constitución especifica que en cuanto al pago de dividendos para determinar la cantidad a cancelar a los accionistas se calculará después de haber deducido el 5% de la reserva legal y cualquier otro fondo de reserva que decida la sociedad. En el balance general al 31 de diciembre de 1997 aparece una reserva de capital de Q1,232,819.16 este saldo incluye la reserva legal que se ha ido acumulando a lo largo de los años de funcionamiento de la empresa y una reserva para futuras inversiones del 8% que se han ido acumulando.

En la empresa solamente se paga dividendos en efectivo, durante el periodo de 1997 los dividendos a pagar serán:

| | |
|--|----------------|
| Utilidad antes de impuesto | Q.1,106,783.45 |
| (-) Impuesto sobre la Renta 30% | 332,035.04 |
| | <hr/> |
| | Q. 774,748.41 |
| (-) Reserva legal 5% | 38,737.42 |
| (-) Reserva p/futuras inversiones 8% | 61,979.87 |
| | <hr/> |
| Utilidad disponible para los accionistas | 674,031.12 |
| Utilidad por acción (674,031.12 / 2000) | 337.01 |



En los datos anteriores podemos observar que el rendimiento que obtuvieron los accionistas por acción durante el periodo de enero a diciembre de 1997 fue del 33.70% sobre el valor invertido (ya que el valor de las acciones es de (Q.1,000.00) lo cual fue mayor a la tasa del rendimiento requerido del capital mencionado anteriormente del 20%.

A través del análisis realizado a los estados financieros de la empresa, se determinó la estructura administrativo - financiero de la empresa, así como la forma en que tiene estructurado su capital y política de dividendos.

En conclusión vemos que la empresa esta obteniendo una estructura de capital optima por medio de la utilización de deudas a largo plazo, porque los intereses que esta pagando por esta deuda son muy bajos en comparación con las tasas que existen en el mercado, porque la deducción de los intereses para el pago del impuesto sobre la renta hace que dicho impuesto sea menor y porque los accionistas están obteniendo un rendimiento del 28% sobre su inversión la cual es muy alta en comparación con los rendimientos que se ofrecen en el mercado financiero.

CAPITULO V
EFFECTOS DE LA INADECUADA ESTRUCTURA DE CAPITAL
Y POLITICA DE DIVIDENDOS

En los capitulos anteriores se mencionaron las diferentes formas en que se puede obtener financiamiento de capital y como afectarán en la estructura del capital de las empresas es decir al obtener deudas (pasivos) a largo plazo, por emisión de nuevas acciones preferentes, por emisión de nuevas acciones comunes o por medio de utilidades retenidas, así como de las políticas de dividendos existentes. La adecuada estructuración del capital dependerá del análisis previo que se realizará y de las necesidades de la empresa y de los accionistas, así como de las opciones existentes en el mercado y en cuanto a la política de dividendos adecuada será necesario examinar primero la política de dividendos solamente como una decisión de financiamiento. Pues si los proyectos de inversión de la empresa tendrán rendimientos que excedan el rendimiento requerido, usará las utilidades acumuladas para financiar estos proyectos, en caso contrario serán distribuidas totalmente en forma de dividendos.

A continuación se presentarán los efectos que se dan en una empresa comercial, que se dedica a la venta de electrodomésticos, al no tener una adecuada estructura de capital y política de dividendos desde el punto de vista administrativo financiero:

5.1 ESTRUCTURA DE CAPITAL

5.1.1 AUMENTO EN LOS CARGOS FIJOS

Al utilizar deudas a largo plazo para financiar las operaciones de la empresa, aumentarán los cargos fijos. Por ejemplo supongamos que la empresa analizada en el Capítulo IV necesitará financiamiento por deudas a largo plazo con una institución bancaria de nuestro medio por Q.1,000,000.00 a una tasa de interés del 14% anual y a un plazo de 4 años con amortizaciones anuales a capital de Q.250,000.00. Los cargos fijos se incrementarían en Q.140,000.00 anuales y en los cuatro años de vigencia serían Q.560,000.00. Antes de asumir cargos fijos adicionales se deberá analizar la capacidad de flujo de efectivo que cubrirán tanto del pago de los cargos fijos como de las amortizaciones a capital, pues anualmente la disminución en el efectivo será de Q.390,000.00

El análisis que se realizaría para determinar la capacidad de la empresa para adquirir nuevas deudas a largo plazo será la siguiente:

Razón de Cobertura: La razón de cobertura de más amplia utilización es la razón de las veces que se ha ganado el interés. Tomando los datos presentados en el estado de resultados de la Empresa Comercial "XXX", S.A. determinaremos hasta que punto la empresa podría cubrir el pago de nuevos cargos fijos.

Datos:

| | |
|--|---------------|
| Utilidad antes de intereses e impuestos: | 12,478,334.29 |
| Pago de Intereses sobre todas las deudas | 13,041,553.32 |

$$\text{Veces en que se gana el interés} = \frac{12,478,334.29}{13,041,553.32} = 0.96$$

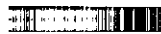
El 0.96 quiere decir que los intereses no se han ganado ni una sola vez, que las utilidades normales del negocio no han podido cubrir los intereses y que la empresa no está en capacidad de adquirir nuevas deudas a largo plazo y por lo tanto nuevos cargos fijos. La utilidad de la empresa deberá estar entre Q.29,000,000 a Q.39,000,000.00 para tener una razón de cobertura aceptable y poder adquirir nuevas deudas y cargos fijos.

Al obtener el financiamiento de Q.1,000,000.00 mencionado anteriormente, la empresa aumentaría los cargos fijos y si las utilidades se mantienen según la utilidad obtenida el 31/12/97 no se podrían cubrir dichos cargos fijos y la razón de cobertura sería menor.

5.1.2 DISMINUCION EN LAS UTILIDADES DISPONIBLES PARA LOS ACCIONISTAS ORDINARIOS:

Al estructurar el capital por medio de la emisión de nuevas acciones preferentes, disminuyen las utilidades disponibles para los accionistas ordinarios como se demostrará en el siguiente ejemplo:

Si la Empresa Comercial "XXX", S.A. decidiera que en lugar de obtener el financiamiento de Q.1,000,000.00 por medio de un préstamo a largo plazo a una tasa de interés del 14%; podría emitir 1,000 acciones preferentes con un dividendo del 15% o 1,000 acciones ordinarias adicionales. Y suponiendo que no tiene ninguna deuda tanto al largo como al corto plazo y por lo tanto no tiene ningún cargo por intereses, la utilidad antes de intereses e impuestos será de Q.2,000,000.00 y la tasa de impuesto sobre la renta será del 30%. Las utilidades disponibles para los accionistas ordinarios serán las siguientes según las tres formas en que se podría estructurar el capital:



**CALCULO DE LAS UTILIDADES PARA LOS ACCIONISTAS ORDINARIOS
SEGÚN LAS TRES ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO**

| | TODO EN ACCIONES COMUNES | TODO EN DEUDA | TODO EN ACCIONES PREFERENTE |
|---|--------------------------------|------------------|-----------------------------------|
| Utilidad antes de intereses e impuesto | 2,000,000 | 2,000,000 | 2,000,000 |
| Intereses (1'000,000 x 14%) | | 140,000 | |
| Utilidad antes de impuestos | 2,000,000 | 1,860,000 | 2,000,000 |
| Impuesto S/Renta 30% | 600,000 | 558,000 | 600,000 |
| Utilidad después de impuestos | 1,400,000 | 1,302,000 | 1,400,000 |
| Dividendos S/ acciones preferentes Q.1'000,000 X 15% | | | 150,000 |
| Utilidad disponibles P/accionistas comunes | 1,400,000 | 1,302,000 | 1,250,000 |
| Número de acciones ordinarias | 3,000 | 2,000 | 2,000 |
| Utilidad por acción | 466.67 | 651.00 | 625.00 |

Como puede observarse en el cuadro anterior, si el financiamiento que necesita la empresa, se obtiene por medio de la emisión de nuevas acciones comunes, aumentarían las acciones comunes en circulación en 3,000 con lo cual la utilidad por acción sería de Q.466.67, valor que es muy bajo en comparación con las utilidades por acción cuando se adquieren deudas a largo plazo (Q.651.00) o cuando en lugar de emitir acciones ordinarias se emiten acciones preferentes (Q.625.00).

Lo anterior se debe a que cuando se emiten nuevas acciones comunes, aumenta el número de acciones en circulación disminuyendo con ello la utilidad para cada una de ellas, cuando se adquieren deudas a largo plazo aumenta la utilidad por acción debido a que por ser los intereses deducibles para el cálculo del impuesto sobre la renta disminuye el impuesto y aumenta la utilidad disponible para los accionistas ordinarios y como las acciones en

circulación se mantienen en su emisión original las utilidades para cada acción son mayores, mientras que si se emiten acciones preferentes los dividendos que se pagarán a estas acciones no son deducibles para el cálculo del impuesto sobre la renta, por lo tanto el impuesto es mayor y las utilidades disponibles para los accionistas ordinarios es menor porque a la utilidad después de impuestos se le deberá descontar el Dividendo fijo de las acciones preferentes.

Con este cuadro queda demostrado que las utilidades para los accionistas ordinarios son menores cuando al querer obtener financiamiento se obtiene por medio de la emisión de acciones preferentes y que a simple vista la mejor forma de obtener el financiamiento es por medio de la adquisición de deudas a largo plazo por varias razones las cuales serán mencionadas a continuación:

- El Impuesto Sobre La Renta pagado es menor
- El costo del financiamiento es menor
- Las utilidades para los accionistas ordinarios son mayores.

Sin embargo, como fue comentado anteriormente, antes de adquirir deudas se deberán evaluar los flujos de efectivo futuros de la empresa para determinar si se podrá cumplir en su oportunidad con el pago tanto de intereses como de capital.

5.1.3 INSOLVENCIA DE EFECTIVO:

La pregunta fundamental para la compañía no es tanto si la razón de cobertura caerá por debajo de uno, sino cuáles son las posibilidades de insolvencia. La respuesta dependerá de si todas las fuentes de pago son colectivamente deficientes, es decir si la utilidad antes de impuestos e intereses son muy bajos, si el efectivo a recibir no cubrirá todas las necesidades de

la empresa o si se tiene nuevos convenios de financiamiento o la venta de cierto activos en la cual no se tenga la seguridad total de que se realizarán.

La insolvencia de efectivo se podría dar al adquirir financiamiento por medio de deudas a largo plazo, así vemos en el caso de la empresa Comercial "XXX", S.A., las utilidades son muy bajas y la utilidad normal del negocio no cubre los intereses de los préstamos a corto y largo plazo; al aumentar las deudas la situación de la empresa se hace más crítica y podría llegar un momento en que la empresa no podrá cumplir con el pago de los cargos fijos y amortizaciones de las deudas cayendo con ello en insolvencia de efectivo, lo cual es muy dañino para la imagen crediticia de las empresas.

La insolvencia de efectivo se dará solamente al estructurar el capital por medio de deudas a largo plazo, ya que ésta es una de las desventajas que se tiene al estructurar de este modo el capital, porque los intereses y amortizaciones se cubren con efectivo y la incapacidad de cumplir con estos cargos puede dar como resultado la insolvencia del efectivo, mientras que al estructurar el capital por medio de emisión de acciones ordinarias se impone muy pocas restricciones sobre la empresa, como la acción ordinaria no tiene vencimiento, elimina el compromiso de repago futuro por lo tanto elimina también la posibilidad de que la empresa puede tener en algún momento insolvencia de efectivo.

La razón de cobertura sólo nos muestra en cierta forma que la empresa se encuentre o no en condiciones de adquirir nuevas obligaciones a largo plazo. Para enfocar más a profundidad la insolvencia del efectivo es necesario obtener información sobre las posibles desviaciones de los flujos de efectivo reales de aquellos que se esperan. Esta información se obtendrá al elaborar presupuestos de efectivo para una gama de posibles resultados, asignándole a cada uno una probabilidad. Conociendo las probabilidades de los posibles resultados se estará en la

posibilidad de determinar el importe de los cargos fijos y deuda en que puede incurrir la compañía manteniéndose al mismo tiempo dentro de los límites de insolvencia tolerables para la administración.

5.1.4 PAGO DE IMPUESTO SOBRE LA RENTA MAS ALTO:

La ventaja que se obtiene al incluir dentro de la estructura del el capital deudas a largo plazo es que los pagos de intereses son deducibles como gastos para el cálculo del impuesto sobre la renta. Mientras que los dividendos para los accionistas ordinarios o preferentes no son deducibles por la empresa para fines fiscales. En el siguiente ejemplo se comprobará lo anterior tomando como base los mismos datos que se mencionaron en el punto 5.1.2:

CALCULO DEL IMPUESTO SOBRE LA RENTA SEGÚN LAS TRES ALTERNATIVAS DE FINANCIAMIENTO

| | TODO EN ACCIONES COMUNES | TODO EN DEUDA | TODO EN ACCIONES PREFERENTE |
|---|--------------------------------|------------------|-----------------------------------|
| Utilidad antes de intereses e impuestos | 2,000,000 | 2,000,000 | 2,000,000 |
| Intereses (1,000,000 x 14%) | | 140,000 | |
| Utilidad antes de impuestos | 2,000,000 | 1,860,000 | 2,000,000 |
| Impuesto S/Renta 30% | 600,000 | 558,000 | 600,000 |

Como puede observarse en el cuadro anterior, al estructurar el capital por medio de deudas hay un pago de impuesto menor de Q.42,000.00 y representa la deducción que se hace de los intereses para el cálculo del impuestos (Q.140,000.00 x 30%) por lo tanto la empresa obtiene un ahorro porque es menor el impuesto que se está cancelando.

5.2 POLITICA DE DIVIDENDOS

La política de dividendos de las empresas representa un plan de acción a seguirse, siempre que deba tomarse una decisión de dividendos. Dicha política debe formularse teniendo en mente dos objetivos básicos: la maximización de la riqueza de los accionistas y la adquisición de financiamiento suficiente. Cuando una compañía decide pagar dividendos deberá evaluar varios aspectos administrativos incluyendo la necesidad de fondo de la empresa, el riesgo del negocio, la liquidez, la capacidad de tomar préstamos, la evaluación de cualquier información de valuación, pues de ello dependerá la política adecuada que seguirá la empresa.

A continuación se presentarán los efectos que se podrían dar al no tener una adecuada política de dividendos:

5.2.1 ENDEUDAMIENTO PARA FINANCIAR NUEVOS PROYECTOS

Como se comentó en el capítulo III numeral 3.3; en la razón del pago de dividendos el análisis de la política de dividendos deberá realizarse como una decisión de financiamiento que incluya la acumulación de utilidades para cubrir nuevos proyectos de inversión. Cuando se trata la política de dividendos como una decisión de financiamiento, el pago de dividendos en efectivo es un pasivo residual. El importe del pago de dividendos fluctuará de un periodo a otro de acuerdo a las variaciones en el importe de las oportunidades de inversión aceptables y disponibles para la empresa. Si abundan estas oportunidades es probable que el porcentaje de pagos de dividendos sea cero, y si la empresa no puede encontrar oportunidades de inversión rentables, el pago de dividendos será del 100%.

Así vemos que en el caso de la Empresa Comercial "XXX", S.A. en el balance general al 31/12/97 aparecen Reservas de capital por un valor de Q.1,232,819.16 que se ha ido

formando por las utilidades que no se han distribuido a los accionistas en diferentes periodos, las cuales han estado financiando las operaciones del negocio. Si estas utilidades se hubieran distribuido en forma de dividendos a los accionistas, la empresa se habría visto en la necesidad de adquirir préstamo para cubrir el efectivo necesario para los proyectos que se han financiado con estas reservas. Y al obtener un préstamo se habrían aumentado los cargos fijos disminuyendo con ello el efectivo por los pagos de interés y capital.

Suponiendo que la empresa distribuye estas reservas entre los accionistas y obtiene un préstamo bancario a una tasa del 16% por el mismo valor para financiar sus operaciones la situación que habría presentado en el estado de resultados al 31/12/97 sería:

| | |
|--|-------------------|
| Utilidad antes de impuesto original | Q.1,106,783.45 |
| (-) Intereses por nueva deuda $1,232,819.16 \times 16\%$ | <u>197,251.06</u> |
| Utilidad Neta antes de impuestos | 909,532.39 |
| (-) Impuesto sobre la Renta 30% | <u>272,859.72</u> |
| | 636,672.67 |
| (-) Reserva legal 5% | <u>31,833.63</u> |
| Utilidad disponible para los accionistas | 604,839.04 |
| Utilidad por acción $(604,839.04 / 2000)$ | 302.42 |

Además tendrían que haber cancelado el total de las reservas de capital menos la reserva legal, entre los accionistas lo cual habría disminuido considerablemente el efectivo.

Si comparamos los datos anteriores con los datos presentados en página 115 veremos que las utilidades antes de impuestos serán menores, que el impuesto a pagar será menor, que no se formará reserva de capital y que las utilidades por acción bajarán en un 10.26%. Por lo

que es la administración y los accionistas los que determinarán la política de dividendos a seguir, es decir si se sigue utilizando la reserva de capital como una fuente de financiamiento o si se adquiere algún préstamo y se cancelan las reservas de capital en forma de dividendos a los accionistas.

5.2.2 EMISION DE NUEVAS ACCIONES PARA FINANCIAR NUEVOS PROYECTOS

Al no utilizar las utilidades acumuladas para financiar nuevos proyectos, y estas utilidades distribuir las entre todos los accionistas en forma de dividendos; la empresa tendrá que adquirir deudas para financiar nuevos proyectos, o emitirá nuevas acciones que cubran el valor de los proyectos a realizarse; de esta forma se estaría estructurando el capital de la compañía por medio de la emisión de nuevas acciones o por medio de deudas, las cuales fueron evaluadas en el capítulo III de esta tesis.

Claro que esto dependerá del análisis previo que realizarán los administradores financieros tomando en cuenta todos los aspectos, ya que para los accionistas será mejor recibir sus rendimientos inmediatamente que esperar a que los nuevos proyectos generen los rendimientos deseados en un futuro, y para la empresa será mejor formar una reserva de utilidades para cubrir los proyectos

Al tener una política de dividendos en la cual todas las utilidades se distribuyen y no se forma ningún tipo de reserva que sirva para financiar nuevos proyectos, la empresa se verá en la necesidad de adquirir deudas o emitir nuevas acciones para cubrir dichos proyectos y en algún momento determinado la empresa podrá dejar escapar buenas oportunidades de inversión por no contar con los fondos necesarios.

Suponiendo que la empresa Comercial "XXX", S.A. durante el periodo de 1997 hubiese distribuido todas las reservas de capital entre los accionistas que aparecen en el balance general al 31/12/97 y al mismo tiempo realizó una nueva emisión de acciones ordinarias para cubrir nuevos proyectos por una valor de Q.1,3000,000.00 la situación que se hubiese presentado al final del periodo sería la siguiente:

| | |
|--|----------------|
| Utilidad antes de impuesto | Q.1,106,783.45 |
| (-) Impuesto sobre la Renta 30% | 332,035.03 |
| | <hr/> |
| | 774,748.42 |
| Reserva legal 5% | 38,737.42 |
| | <hr/> |
| Utilidad disponible para los accionistas | 736,010.00 |
| Utilidad por acción (736,010.00 / 3300) | 223.03 |

Aquí se puede observar que la utilidad por acción disminuyó considerablemente, que el efectivo durante el periodo disminuyó en más de Q.1,000,000 por el pago de las reservas en forma de dividendos lo cual pudo haber causado insolvencia de efectivo, que el rendimiento obtenido por acción al final del periodo fue menor por haber en circulación más acciones, que el impuesto sobre la renta pagado fue mayor y que se pudo haber perdido un nuevo proyecto que en futuro pudo haber generado un mayor rendimiento que el obtenido.

5.2.3 INSEGURIDAD EN LOS ACCIONISTAS SOBRE LAS UTILIDADES QUE PUEDAN OBTENER EN SU INVERSION

La mayoría de inversionistas tienen preferencia por los dividendos en lugar de las ganancias de capital (es decir recibir dividendos que financiar nuevos proyectos). El pago de dividendos puede resolver la incertidumbre en sus mentes. Se podría argumentar, que debido

a que los dividendos se reciben sobre una base actual en marcha, mientras que las perspectivas de ganancias de capital se encuentran en el futuro, los inversionistas de una compañía que paga dividendos resuelven su incertidumbre antes que los de una compañía que no paga dividendos. En una empresa donde no se paguen dividendos, los accionistas mostrarán inseguridad sobre los rendimientos que podrán obtener sobre su inversión lo cual afectará a la empresa al colocar sus acciones en el mercado. Pues si el inversionista ve que la empresa paga anualmente dividendos y que el rendimiento por acción se mantiene con respecto a otros tipos de inversión similar, estará dispuestos a pagar un precio más alto por la acción que se ofrezca en el mercado.

5.2.4 COSTOS DE ADMINISTRACION DE LOS DIVIDENDOS EN ACCION

Los dividendos pueden ser decretados y pagados en efectivo o por medio de acciones. Los dividendos en acciones representan una capitalización de la compañía. La propiedad proporcional del accionista permanece sin cambios y el capital contable de la empresa sigue siendo el mismo. El pago de un dividendo en acciones es un desplazamiento de fondos entre las cuentas de capital, reduce las utilidades retenidas de la empresa, asimismo el monto agregado de dividendos en efectivo que puede pagarse. Los dividendos en acciones son más costosos de emitir que los dividendos en efectivo, pero las ventajas de emplear aquellos superan por lo regular a estos costos.

Entre los costos administrativos que tendría que cubrir la empresa al cancelar dividendos en acciones están:

- Gastos por publicaciones en diarios para convocar a los accionistas de que se emitirán nuevas acciones para ser entregados a los accionistas en forma de dividendos.

- Gastos por convocatoria a asamblea extraordinaria
- Honorarios a abogados para realizar el trámite respectivo para emitir las nuevas acciones que serán entregados a los accionistas en forma de dividendos..
- Impuestos que se deberán cancelar al fisco para registrar la nueva emisión de acciones.
- Gastos por publicación en el diario oficial del aumento de las acciones de la empresa.

CONCLUSIONES

- 1- En la actualidad, la función del Contador Público y Auditor se ha ampliado, por lo que ha tenido que especializarse en varios temas, entre ellos la Administración Financiera, ya que al convertirse en Director Financiero de una empresa, deberá tener capacidad de adaptación al cambio, planificar con eficiencia la cantidad apropiada de fondos a utilizar en la empresa, así como de supervisar la asignación y obtención de los mismos, contribuyendo con ello al éxito de la empresa.

- 2- En la actualidad existen diversas fuentes de financiamiento, cada una de ellas con características propias en cuanto a costo, vencimiento, disponibilidad, gravamen de los activos y otras condiciones impuestas por el proveedor del capital. Sobre la base de estos factores, el Director Financiero tiene que determinar la mejor mezcla de financiamiento para la empresa.

- 3- Las empresas pueden obtener financiamiento utilizando: pasivos a largo plazo; a través de la emisión de nuevas acciones preferentes u ordinarias y por medio de las utilidades retenidas, ya que al no pagar dividendos aumenta el efectivo el cual será utilizado para financiar nuevos proyectos. Estas formas de financiamiento, afectarán en diferente forma la estructura de su capital.

- 4- Las empresas privadas, y en particular las grandes corporaciones guatemaltecas, prefieren adquirir financiamiento mediante deuda y no a través de la emisión de acciones. Esto se debe a que al emitir acciones entraña una novedad poco común en nuestro país como es el abrir los estados financieros y dar a conocer las interioridades de las empresas. Además se puede agregar que no existe una educación o cultura bursátil y que la mayoría de sociedades mercantiles son empresas familiares las cuales van traspasando la propiedad de las acciones de generación en generación, y porque en nuestro medio, en la bolsa de valores aún no se negocian acciones.
- 5- Al utilizar deudas a largo plazo para financiar las operaciones de la empresa, se debe evaluar la capacidad de los flujos de efectivo de la empresa, para poder cubrir los cargos fijos eliminando con ello la probabilidad de insolvencia de efectivo.
- 6- Al emitir nuevas acciones preferentes, aumenta el apalancamiento debido a que la acción preferente obliga a la empresa a pagar solo dividendos fijos a sus accionistas. La emisión de acciones preferentes pone en peligro los rendimientos de los accionistas comunes. El costo de las acciones preferentes es más alto que el costo de financiamiento por deudas, lo cual se debe a que el interés de las deudas a largo plazo es deducible de impuestos, mientras que los dividendos preferentes se deben pagar a partir de utilidades después de impuestos.
- 7- Al emitir nuevas acciones comunes se impone muy pocas restricciones sobre la empresa, ya que las acciones comunes no tienen vencimiento eliminando con ello el compromiso de repago futuro. El costo es muy alto lo cual se debe a que sus dividendos no son

deducibles para determinar el impuesto sobre la renta y a que la acción común es un tipo de valor más riesgosa que la deuda o la acción preferente.

8- Cuando una compañía se enfrenta a una decisión de pago de dividendos, las consideraciones administrativas que se deben tomar en cuenta son: las necesidades de fondos de la empresa, el riesgo del negocio, la liquidez, la capacidad de tomar préstamos y la disponibilidad de proyectos de inversión aceptables en los cuales el rendimiento puede mejorar notablemente, ya que las muchas oportunidades de inversión atractiva crea una necesidad de recursos y la retención de utilidades son más convenientes y menos costosa que la venta de nuevas acciones.

9- El mercado accionario es una opción de financiamiento. Hasta ahora el mercado bursátil en Guatemala tiene un desarrollo muy limitado, lo que en otros países, constituye la actividad bolsística por definición: la compra - venta de acciones. La oferta pública de acciones en la bolsa es una fuente de crecimiento para las empresas, a la par de constituirse en una oportunidad de financiamiento.

El desarrollo de los mercados de valores a través de la bolsa, brinda un método eficiente en la distribución de los recursos financieros provenientes de inversiones; asimismo, con la venta de nuevas acciones se proveerá a las empresas de fondos para cumplir con sus programas operativos e incrementar sus activos netos, redundando en una mejor posición como sujetos de crédito.

RECOMENDACIONES

- 1- Al obtener financiamiento por medio de deudas, deberá analizarse la capacidad de flujo de efectivo de la empresa para atender el servicio de los cargos fijos. Antes de asumir cargos fijos adicionales, la empresa deberá analizar sus flujos de efectivo futuros esperados, ya que al no realizar el respectivo análisis podría caer en insolvencia financiera.

- 2- Para analizar la estructura de capital apropiado para una compañía se deberá analizar la estructura de capital de otras compañías con riesgos de negocios similares y podrán ser aquellas empresas de la misma industria.

- 3- Se recomienda establecer una política de dividendos que maximice la riqueza del accionista. Y si una compañía no tiene oportunidades de inversión suficientemente rentables debe distribuir cualquier exceso de fondos a sus accionistas.

- 4- En el futuro, deberá cambiar la mentalidad de los empresarios de hacer pública su información financiera, para poder buscar más capital y con ello expandirse a través del accionamiento de la compañía, ya que debido a la globalización, se han creado nuevas demandas de capitales, al que se puede tener fácil acceso por medio de las bolsas de valores.

- 5- La estructura de capital recomendable para la empresa comercial en estudio, es por medio de la utilización de deudas a largo plazo, ya que si tomamos de base las utilidades del estado de resultados al 31 de diciembre de 1997 y el capital total de los accionistas a la misma fecha, vemos que los accionistas obtuvieron un rendimiento del 28%, la cual resulta una inversión rentable comparando con las tasas prevalecientes en el mercado para una inversión del mismo tipo y además el impuesto sobre la renta que se esta pagando es menor por la deducción de los intereses para el cálculo del mismo.

BIBLIOGRAFIA

BOLTEN, STEVEN E. Traducción Calvet Pérez, Ricardo "Administración Financiera"
Editorial Limusa, S.A. Primera Reimpresión . Impreso en México 1983.

CASTILLO BEKKER, ANA MARIA "El Contador Público en la Administración Financiera
de las Empresas" Tesis. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad de San Carlos de
Guatemala. 1993.

CONGRESO DE LA REPUBLICA "Código de Comercio de la República de Guatemala".
Decreto 2-70.

GITMAN, LAWRENCE J. Traducción Licda. Mei Mei Alicia Chu Pulido, "Fundamentos
de Administración Financiera", Editorial Talleres Rotográficos Zaragoza, S.A. de C.V.
México. 3ª. Edición. 1986.

HORNGREN CHARLES T. Traducción Prada J. Pedro A., "Contabilidad Financiera "
Editorial Programas Educativos, S.A. de C.V. México 1984.

JOHNSON, ROBERT W., "Administración Financiera". Editorial Continental, S.A. de C.V.,
México 1976. 13ª Impresión.

MAO, JAMES C.T. "Análisis Financiero", Librería El Ateneo, Editorial. Buenos Aires Argentina, cuarta edición, impreso en Gráfica Yanina, 1986.

PONTERFIELD, JAMES T.S. Traducción Cerón Ayuso, Julio, "Decisión de Inversión y Costo de Capital", Herrera Hermanos Sucesores, S.A. Editores. México 1971.

ROSALES, JOSE R. "La Sociedad Anónima en la Legislación Guatemalteca", Departamento de Publicaciones, Facultad de Ciencias Económicas. Universidad de San Carlos de Guatemala. 1992.

VAN HORNE, JAMES C. "Fundamentos de Administración Financiera", Programas Educativos, S.A. de C.V. México 1990.

WESTON, FRED. BRIGHAM, EUGENE F. Traducción Gómez Mont Araiza, Jaime, "Finanzas en Administración ", Editorial Interamericana, S.A. de C.V. México D.F. 1984 . 7ª. Edición.