



San Marcos

MIEMBRO DE LA RED
ILUMINO

COSTOS Y ESTRUCTURA DE CAPITAL



San Marcos

MIEMBRO DE LA RED
ILUMNO

LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

EL PROBLEMA DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

En forma básica la estructura de capital de una empresa se encuentra conformada por los pasivos y el capital que plausible (viable) de colocación en el mercado de capitales. Cuando se aplican diversos modelos de análisis, es recomendable que sus resultados sean sometidos a una conglomerado de índices, para determinar cuál es la posición de la empresa desde el punto de vista de: solvencia tanto de de corto como de largo plazo, capacidad de endeudamiento, cobertura del servicio de la deuda, la rentabilidad y los niveles de actividad de su inversión, entre otras consideraciones.

EN FORMA BÁSICA LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE UNA EMPRESA SE ENCUENTRA CONFORMADA POR LOS PASIVOS Y EL CAPITAL QUE PLAUSIBLE (VIABLE) DE COLOCACIÓN EN EL MERCADO DE CAPITALES.

Las decisiones sobre la **razón de deuda a capital** de una empresa, son decisiones de estructura de capital.

Una empresa puede elegir, en la mayoría de las veces, la estructura de capital que desee. Por ejemplo, una firma empresa podría

emitir bonos y utilizar el dinero obtenido para comprar acciones, aumentando de este modo la razón deuda-capital; o podría emitir acciones y utilizar el dinero para pagar parte de su deuda, reduciendo la proporción deuda-capital. Estas acciones que alteran la estructura de capital existente en la empresa, se denominan **reestructuración de capital**.



San Marcos

MIEMBRO DE LA RED
ILUMNO

La estructura de capital debe generar un rendimiento atribuible al costo de capital, que no es más que aquella tasa de rendimiento, que hace atractiva una determinada inversión y que mantiene a los propietarios o accionistas satisfechos porque su inversión está protegida. Una empresa debe elegir la relación deuda-capital, mediante la opción que maximice el valor de una acción.

Resulta recomendable que las empresas que incursionen en el mercado de capitales, tengan en cuenta no sólo los aspectos legales, sino la posibilidad de analizar la factibilidad de obtener un financiamiento óptimo, que le minimice su costo ponderado de capital y por extensión que le permita obtener como producto de su inversión un mayor nivel de rentabilidad.

ESTRUCTURA DE CAPITAL Y COSTO DE CAPITAL

La empresa debe determinar y elegir la estructura de capital de modo que el Costo Promedio Ponderado de Capital (CPPC) se minimice. De ello se infiere que una estructura de capital es mejor que otra si da como resultado un costo promedio ponderado de capital más bajo.

De modo general, se sostiene que una razón de deuda capital particular representa la estructura óptima de capital si da como resultado el CPPC más bajo posible. A dicha estructura óptima de capital se la denomina **estructura de capital objetivo o meta de la empresa**.

El calcular en forma acertada el costo de capital permitirá a las empresas tener una mejor perspectiva para seleccionar las fuentes de financiamiento de corto y largo plazo y así tener la probabilidad de obtener una rentabilidad financiera positiva. En el corto plazo se encuentran las cuentas por pagar, pasivos acumulados, línea de crédito, documentos negociables, anticipo a clientes y préstamos privados. En largo plazo se encuentran los bonos, acciones preferentes y comunes, arrendamiento financiero, obligaciones convertibles y garantías, hipotecas y dividendos.



Las fuentes de financiamiento de una empresa deben posibilitar una combinación de deuda y capital con un costo de capital óptimo que permita generar una rentabilidad financiera a la empresa. El costo de capital es un costo explícito que debe ser considerado para la generación de la rentabilidad financiera. El costo de capital es un factor importante en la elaboración de los presupuestos de corto y largo plazo de la empresa y en ese sentido cada uno de los componentes del presupuesto debe ser analizado por los administradores financieros.

LA EMPRESA DEBE DETERMINAR Y ELEGIR LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE MODO QUE EL COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL (CPPC) SE MINIMICE.

Las inversiones de la empresa, representadas por la composición de los activos tangibles e intangibles, deben estar en sintonía con la estructura de capital en la cual se planea la combinación de deuda y capital para que de

esta manera se maximice la rentabilidad financiera de la empresa y se minimice el riesgo de las inversiones. Para esto debe presentarse un equilibrio entre el riesgo del negocio de la empresa y el rendimiento, de modo que se maximice el precio de las acciones y así generar una estructura de capital óptima para la empresa y tanto en el corto plazo como en el largo plazo tenga una rentabilidad financiera adecuada.

ESTRUCTURAS FINANCIERAS ALTERNATIVAS

La capacidad de endeudamiento de una empresa puede evaluarse en función de los ratios de cobertura que relacionan las cargas financieras de una empresa con su habilidad para hacer frente al servicio de la deuda.

EL APALANCAMIENTO FINANCIERO HACE REFERENCIA AL GRADO EN QUE UNA EMPRESA DEPENDE DE LA DEUDA.

APALANCAMIENTO FINANCIERO

El apalancamiento financiero hace referencia al grado en que una empresa depende de la deuda. Cuanto más financiamien-

to de la deuda se utiliza en la estructura de capital, tanto mayor es el uso de apalancamiento financiero.

El apalancamiento casero, es el uso de préstamos personales para cambiar la cantidad total del apalancamiento financiero al cual está expuesto el individuo.

Dadas las definiciones anteriores, es importante considerar los siguientes aspectos fundamentales:

- El efecto del apalancamiento financiero depende de las UAI de la compañía. Cuando las UAI son relativamente altas, el apalancamiento beneficia.
- En el escenario esperado, el apalancamiento aumenta los rendimientos de los accionistas, cuando se miden mediante el ROE y las UPA.
- Los accionistas están expuestos a un mayor riesgo en la estructura de capital propuesta, porque en este caso, las UPA y el ROE son muchos más sensibles a los cambios en las UAI.
- Debido al efecto que tiene el apalancamiento financiero tanto en el rendimiento esperado para los accionistas como en el riesgo de la acción, la estructura de capital es un factor importante.



San Marcos

MIEMBRO DE LA RED
ILUMNO

EFFECTOS SOBRE LA RENTABILIDAD, EL RIESGO, LA LIQUIDEZ Y EL CONTROL

El sector o rama de actividad en el que invierte la empresa y su grado de endeudamiento son los factores que determinan la rentabilidad esperada de las inversiones que realiza, la rentabilidad esperada de los fondos propios y los riesgos en los que incurre dicha empresa.

En condiciones de equilibrio entre riesgo y rentabilidad y dado que los individuos son por lo general adversos al riesgo, los inversores no estarán dispuestos a asumir un riesgo adicional a no ser que reciban como compensación una rentabilidad esperada adicional, es decir, deben recibir una prima por riesgo. El inversor puede seleccionar entre alternativas de inversión con mayor o menor riesgo pero, en todos los casos, la rentabilidad-riesgo de la inversión debe ser eficiente.





ESTRUCTURA DE CAPITAL Y COSTO DE CAPITAL EN ACCIONES COMUNES

EL USO DE LA DEUDA EN PROYECTOS

Se consideran como factores más relevantes de la estructura de capital:

- A. EL ENTORNO ECONÓMICO, FINANCIERO Y FISCAL:** aquí se reúne a un conjunto de factores que se caracterizan por ser externos a la empresa, de tal forma que la empresa no tiene prácticamente ningún control sobre ellos. Se pueden citar como parte de este bloque factores de carácter económicosocial, la situación económica tanto nacional como internacional así como el crecimiento económico del país, el desarrollo y características de su sistema financiero, legal y fiscal, la tasa de inflación y la existencia de conflictos laborales, entre tantos otros.
- B. EL SECTOR DE ACTIVIDAD:** la ubicación de una compañía en uno u otra rama de actividad determina el tipo de inversiones que la empresa realiza y, la estructura del activo y su riesgo económico.
- C. LOS RESULTADOS DE LA EMPRESA:** entre los diversos y múltiples factores relacionados con la afectación de los resultados de la empresa hay que diferenciar: el volumen del resultado, su estabilidad y crecimiento, y la tasa de retención de beneficios. El beneficio condiciona la capacidad de endeudamiento de la empresa. La estabilidad del beneficio viene en forma íntima ligada a la situación de la empresa en el mercado, al producto y al entorno macroeconómico. Las posibilidades de endeudamiento están en relación directa y estrecha a los beneficios esperados y en razón inversa a la inestabilidad de los mismos.

- D. EL COSTO DE CAPITAL:** es el costo que efectivamente le implica a la empresa la utilización de los recursos financieros. Se puede diferenciar entre costo de los recursos propios y costo de la deuda, los que a su vez determinan el costo promedio ponderado de capital. Cuanto mayor sea el costo de la deuda, la estructura de capital deberá poseer un menor volumen de la misma. En el caso de la financiación por beneficios retenidos o autofinanciación, esta fuente de fondos tiene sus límites en la política de dividendos. De esta forma, la dirección de la empresa debe plantear la decisión de dividendos unida a la decisión de financiación.
- E. EL RIESGO FINANCIERO:** la sola presencia de deuda produce un efecto favorable sobre el beneficio esperado, aumentando de este modo la rentabilidad del accionista. La desventaja es que produce un mayor riesgo financiero, dado que exige desembolsos obligatorios que pueden afectar en sentido negativo el beneficio y la liquidez de la empresa. Esto hace que un aspecto importante al fijar la estructura de financiación de la empresa, es evaluar su capacidad de endeudamiento.
- F. EL TAMAÑO DEL LA FIRMA:** las empresas de relativo tamaño pequeño poseen por lo general un mayor costo financiero y menores disponibilidades de medios de financiación, ya que no pueden acceder a los mercados de valores para emitir fondos propios y deuda y se encuentran limitados a la financiación recurriendo a intermediarios financieros y la emisión de acciones en mercados no organizados.
- G. EL DESENVOLVIMIENTO GERENCIAL:** el conflicto o la contraposición de intereses emergentes entre accionistas y directivos de la empresa, derivado de la separación entre propiedad y control, surge como factor importante en la determinación de la estructura de capital.



VENTAJA FINANCIERA Y TOTAL

La Ventaja Financiera mide el efecto en el rendimiento patrimonial que se obtiene al utilizar deudas para financiar en parte el activo. Si la empresa no llegara a utilizar financiamiento con deudas, entonces la ventaja financiera es 1, porque el rendimiento del patrimonio es igual al rendimiento del activo. Se puede expresar

entonces que la ventaja financiera es otra forma o modalidad de expresar el efecto del endeudamiento en el rendimiento.

LA VENTAJA FINANCIERA MIDE EL EFECTO EN EL RENDIMIENTO PATRIMONIAL QUE SE OBTIENE AL UTILIZAR DEUDAS PARA FINANCIAR EN PARTE EL ACTIVO.

Si la premisa es aumentar o al menos no disminuir la rentabilidad del patrimonio neto, se debe tender siempre que la rentabilidad del

activo marginal sea superior a la tasa de interés marginal (que la tasa de rendimiento que se obtiene por la aplicación de los fondos en el activo para cada nuevo proyecto, supere a la tasa de costo de obtención de dichos fondos).



LA VENTAJA OPERATIVA SE ORIGINA POR UN MEJOR Y MAYOR APROVECHAMIENTO DE LOS COSTOS FIJOS A CONSECUENCIA DE UN INCREMENTO EN EL NIVEL DE ACTIVIDAD DE LA FIRMA.

LA VENTAJA OPERATIVA:

hace referencia a la posibilidad de incrementar la utilidad antes de intereses e impuestos ante un mejor uso de inversiones por las cuales se paga un costo fijo.

La ventaja operativa se origina por un mejor y mayor aprovechamiento de los costos fijos a consecuencia de un incremento en el nivel de actividad de la firma.

GRADO DE VENTAJA OPERATIVA: el grado de ventaja operativa mide el efecto multiplicador (o de reducción) que, frente a un cambio en el nivel de producción, se produce en la utilidad antes de intereses e impuestos.

Se calcula como:

$$G.V.O = \frac{Px (P.V. - C.V.)}{Px (P.V. - C.V.) - C.F.}$$

P.x. = nivel de actividad

P.V. = precio de venta

C.V. = costo variable

C.F. = costo fijo

Toda compañía que opera con un elevado Grado de Ventaja Operativa, posee mucha capacidad ociosa, lo que conlleva un riesgo elevado por cuanto pequeñas variaciones (modificaciones) porcentuales en el nivel de producción producen grandes variaciones (modificaciones) en la UAll., aumentándola o disminuyéndola, según sea el sentido de los cambios operados en el nivel de actividad.



ESTRUCTURAS DE FINANCIAMIENTO, ALTERNATIVAS

La composición de la estructura de financiamiento se transforma en una variable estratégica difícil de modificar a corto plazo porque se halla condicionada por la situación de la empresa, sus características económicas y la situación del ambiente en el que opera y se desenvuelve. Cada sector o rama de actividad permite lograr una estructura de financiamiento diferente, debido a la relación existente entre inversión – financiación, descrita ampliamente en lecturas anteriores.

Es por ello que la empresa no posee libertad de decisión absoluta sobre las decisiones de financiamiento, ya que debe someterse a las restricciones propias del mercado de capitales. La decisión de endeudamiento deja de convertirse en una estrategia voluntaria de mejora de la rentabilidad financiera, para convertirse en un requisito para la supervivencia de la empresa.

LAS PROPOSICIONES I Y II DE MONDIGLIANI & MILLER

González, J. (2003), al plantear el enfoque del análisis de las proposiciones de Modigliani- Miller, establece que los autores analizan el significado de la maximización de la ganancia y el de la maximización del valor de mercado de los activos. Ellos exhiben que en condiciones de competencia perfecta y en un ambiente de certidumbre total, el resultado de ambas lógicas de maximización es equivalente. Pero a medida que el supuesto de certidumbre se va debilitando en forma paulatina y se incorpora un determinado nivel de incertidumbre, se produce la ruptura de la igualdad entre la maximización de la ganancia y la maximización del valor de mercado.

Cuando se manifiesta incertidumbre, la maximización de la ganancia se suele analizar a partir de los elementos otorgados por la teoría de la utilidad, que llevan a afirmar la subjetividad. La función de utilidad es subjetiva porque la determinación del costo del capital depende, fundamentalmente, de la percepción que tiene cada individuo de la rentabilidad futura del capital.

Como no se presenta una medida objetiva, queda expuesto entonces que las expectativas individuales juegan un rol preponderante (el empresario o el administrador financiero evalúan la probable tasa de ganancia conforme a su visión del futuro).



En el proceso de maximización del valor de mercado del activo, aún en presencia de incertidumbre, las variables de naturaleza objetiva son las que juegan un rol principal. El precio de los activos se encuentra determinado por la lógica del mercado. Son aquí, la oferta y la demanda las que responden a un criterio objetivo, que no está presente en la función de utilidad que sirve de base para la maximización de la ganancia.

Para Modigliani y Miller los hechos objetivos derivados de los procesos de mercado poseen la ventaja de hacer poco relevante la pregunta por las expectativas de cada individuo, dado que lo que importa realmente es el precio de equilibrio del mercado. El proceso de maximización del valor de mercado hace que las percepciones subjetivas de los distintos individuos confluyan en un hecho objetivo: el valor máximo. Esta dimensión objetiva no está presente cuando se maximiza la ganancia porque no hay un mecanismo de mercado que permita transformar la percepción subjetiva en una medida claramente objetiva.

Modigliani y Miller, suponen para su desarrollo que el valor medio de un flujo de ingresos en el tiempo, o la ganancia medida por unidad de tiempo, es finita y puede ser representada por una variable aleatoria sujeta a una distribución de probabilidad subjetiva. Los activos de la empresa i generan un flujo:

$$[1] \quad X_i(1), X_i(2), \dots, X_i(T)_i$$

con variables aleatorias sujetas a una función de probabilidad conjunta:

$$[2] \quad \tau_i[X_i(1), X_i(2), \dots, X_i(t)_i]$$

El rendimiento de la empresa i es:

$$[3] \quad X_i = \lim_{T \rightarrow \infty} \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T X_i(t)$$



T es el tiempo. X_i que también es una variable aleatoria, tiene una distribución de probabilidad $\Psi_i(X_i)$ que sigue la forma definida por T_i . El rendimiento esperado es igual a:

$$[4] \quad \bar{X}_i = E(X_i) = \int X_i \Psi_i(X_i) d(X_i)$$

N_i es el número de acciones emitidas, el rendimiento de la acción i es $T_i = (1/N) X_i$, con una distribución de probabilidad $\Psi_i(T_i) dT_i = \Psi_i(N T_i) d(N T_i)$, y un valor esperado ($\bar{\tau}_i$).

$$[5] \quad \bar{\tau}_i = \left[\frac{1}{N} \right] \bar{X}_i$$

Por lo tanto, la maximización de las ganancias puede ser analizada en un contexto tanto de certeza como de incertidumbre.

En un contexto de incertidumbre, el análisis de Modigliani y Miller exige que el mercado opere para que los procesos de arbitraje lleven a una situación de convergencia. Los autores agrupan las empresas en clases. Las empresas que hacen parte de una clase tienen ciertas características en común que, finalmente, permiten la sustitución intraclase de las acciones y de la deuda de cada empresa. Sea k la clase y j la empresa, los autores suponen que para cualquier clase, el precio de la acción debe ser proporcional a su **rendimiento esperado** ($\bar{\tau}_j$). El factor de proporcionalidad es $1/\rho_k$.

$$[6] \quad \bar{p}_j = \left[\frac{1}{\rho_k} \right] \bar{\tau}_j$$





p_j es el precio de la acción de la empresa j perteneciente a la clase k .

[7]

$$\rho_k = \frac{\bar{\tau}_j}{p_j}$$

ρ_k es la tasa de rendimiento esperada, que es igual en todas las empresas j de la clase k .

A partir de los elementos anteriores, los autores formulan dos proposiciones básicas.

PROPOSICIÓN I. El valor de mercado de cualquier empresa es independiente de la estructura de su capital, y está dado por la capitalización de su rendimiento esperado a la tasa ρ_k

La estructura de capital está dada por una combinación particular de acciones y deuda.

El valor de mercado de la empresa (V_j) es igual a:

[8]

$$V_j \equiv S_j + D_j$$



EL COSTO PROMEDIO DEL CAPITAL DE CUALQUIER EMPRESA ES COMPLETAMENTE INDEPENDIENTE DE LA ESTRUCTURA DE SU CAPITAL, Y ES IGUAL A LA TASA DE CAPITALIZACIÓN DEL FLUJO DE UN TÍTULO PURO DE SU CLASE.

S_j es el valor de mercado de las acciones de la empresa j , y D_j el valor de mercado de su deuda. La proposición I significa que V_j no está afectado por el peso relativo de cada uno de sus dos componentes. El valor de mercado de la empresa no

cambia aunque las estructuras de su capital sean muy distintas. El resultado es el mismo cuando los pesos relativos de S y D son 80% y 20%, que cuando son 20% y 80%.

La igualdad [8] es equivalente a:

$$[9] \quad V_j \equiv S_j + D_j = \frac{\overline{X}_j}{V_j} = \rho_k$$

para cualquier empresa j de la clase k .

La expresión [9] puede reflejarse como:

$$[10] \quad \frac{\overline{X}_j}{S_j + D_j} = \frac{\overline{X}_j}{V_j} = \rho_k$$

para cualquier empresa j de la clase k .

Modigliani y Miller llaman a la expresión [10] el costo promedio del capital, que es igual a la relación entre el rendimiento esperado y el valor de mercado de la firma. A partir de dicha expresión: los autores proponen una segunda formulación de la proposición I.

El costo promedio del capital de cualquier empresa es completamente independiente de la estructura de su capital, y es igual a la tasa de capitalización del flujo de un título puro de su clase.

Esta formulación tiene dos connotaciones. Por una parte confirma la conclusión anterior: el costo promedio del capital es independiente de la forma como se combinen las acciones y la deuda. Y en segundo término, exhibe claramente que entre los títulos (deuda y acciones) de las firmas de la misma clase hay convergencia alrededor de k .

La proposición I no realiza planteos explícitos sobre las dinámicas interclase, pero deja lugar a suponer que bajo condiciones de competencia perfecta, el arbitraje debe llevar a la convergencia interclase. Por ello, sin que en el texto de los autores haya una demostración explícita, podría inferirse que el arbitraje compensa las heterogeneidades interclase, y que los distintos r_k también convergen.



La relación [10] es factible si se presenta sustitución perfecta entre los títulos de cada empresa y además entre los títulos de las empresas de la misma clase. La proposición I tiene las siguientes características principales a tener en cuenta:

- I. las empresas pueden agruparse en clases.
- II. la estructura del capital no afecta el valor de mercado de los activos.
- III. los procesos de arbitraje conducen a un punto de convergencia alrededor de ρ_k .
- IV. los activos son buenos sustitutos.
- V. la convergencia intraclase lleva, implícitamente, a una convergencia interclase.

La proposición II explicita la tasa de rendimiento esperada (i) de las acciones de las empresas que incluyen la deuda en su estructura de capital. Por definición:

[11]

$$i_j = \frac{\overline{X}_j - rD_j}{S_j}$$

r es la tasa de interés. Por [9],

[12]

$$\overline{X}_j = \rho_k(S_j + D_j)$$

sustituyendo [12] en [11] se obtiene la identidad que representa la proposición II.

[13]

$$i_j = \rho_k = (\rho_k - r) \frac{D_j}{S_j}$$

j representa a las empresas.



Proposición II. La tasa de rendimiento esperada es igual a la tasa apropiada de capitalización ρ_k de un flujo de acciones de la clase, más un premio asociado con el riesgo financiero, y que es igual a la relación entre la deuda y las acciones multiplicada por la diferencia entre ρ_k y r .

La proposición II manifiesta las interacciones entre ρ_k y r . Como en el caso de la proposición I, los equilibrios se tornan más débiles en presencia tanto de incertidumbre como de información imperfecta.

EL SUBSIDIO FISCAL DE LOS INTERESES

La proposición I de M y M con impuestos implica que el CPCC de una empresa disminuye conforme la empresa depende más del financiamiento mediante deuda:

$$\text{CPCC} = (E/V) \times R_E + (D/V) \times R_D \times (1-T_c)$$

La proposición II de M y M con impuestos implica que el costo de capital accionario de una empresa, R_E aumenta conforme la empresa depende más del financiamiento mediante deuda:

$$R_E = R_U + (R_U - R_D) \times (D/E) \times (1-T_c)$$





San Marcos

MIEMBRO DE LA RED
ILUMNO

ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA Y DIVIDENDOS

EL COSTO PROMEDIO PONDERADO MÍNIMO

La estructura de capital que maximiza el valor de la empresa también es la que minimiza el costo del capital.

LA ESTRUCTURA DE CAPITAL QUE MAXIMIZA EL VALOR DE LA EMPRESA TAMBIÉN ES LA QUE MINIMIZA EL COSTO DEL CAPITAL.

El costo de la deuda después de impuestos es más barato que el capital accionario, de este modo, al menos al principio, disminuye el costo de capital total. En algún punto, el costo de la deuda empieza a subir, y el hecho de que la deuda sea

más barata que el capital accionario es más que compensado por los costos de la crisis financiera. A partir de ese punto, los incrementos adicionales en la deuda aumentan el CPPC. Entonces el mínimo del CPMC ocurren en el punto D^*/E^* (razón deuda a capital).

LOS COSTOS DE QUIEBRA Y LA ESTRUCTURA DE CAPITAL ÓPTIMA

Debemos tener en cuenta que a medida que aumenta la razón de deuda a capital, también lo hace la probabilidad de que la empresa no posea la capacidad de pagar a los tenedores de bonos lo prometido. Cuando esta situación se materializa, la propiedad de los activos de la empresa se transfiere de los accionistas a los tenedores de bonos.

UNA EMPRESA SE DECLARA EN QUIEBRA CUANDO EL VALOR DE LOS ACTIVOS ES IGUAL AL VALOR DE LA DEUDA.

Una empresa se declara en quiebra cuando el valor de los activos es igual al valor de la deuda. Ante esta situación el valor del capital con-

table es cero y los accionistas ceden el control de la empresa a los tenedores de bonos. Los tenedores de bonos conservan los activos cuyo valor es exactamente igual a lo que se les adeuda.

En los costos de quiebra se debe distinguir:

- **COSTOS DIRECTOS:** gastos legales y administrativos que están directamente relacionados con el procedimiento de quiebra.
- **COSTOS INDIRECTOS:** son aquellos en los que incurre una empresa con una crisis financiera para evitar una declaración de quiebra.

Lea en forma detenida en siguiente artículo periodístico, que le ayudará y facilitará la comprensión de los conceptos y definiciones anteriores.

BAJAR LOS COSTOS PARA EVITAR LA QUIEBRA

Sábado 12 de agosto de 2000 | Diario La Nación
http://www.lanacion.com.ar/nota.asp?nota_id=197211

“

La Federación Argentina de Cooperativas Agrarias (FACA) quiere resurgir. Luego de la presentación en concurso preventivo en noviembre de 1999, FACA se abocó a un profundo proceso de reordenamiento interno para disminuir sus costos y poder lograr así un acuerdo preventivo con sus acreedores.

”

Fundada en 1947, la entidad viene sobrellevando un proceso de crisis financiera desde hace diez años que se acentuó en 1999, obligándola a tomar esta medida para evitar la quiebra.

El pasivo que FACA tiene con sus acreedores -el Banco Nación, el Banco Provincia de Buenos Aires, un pool de bancos privados y un grupo de 40 cooperativas- asciende a 54 millones de pesos que se prevén reducir en sucesivas renegociaciones.

Sin embargo, la federación que agrupa a 90 cooperativas busca una salida a la crisis. Así lo sostuvo Carlos Vizia, presidente de FACA, en diálogo con La Nación.



San Marcos

MIEMBRO DE LA RED
ILUMNO

REORDENAMIENTO

La entidad encaró una reestructuración interna cuyos frutos son una reducción del 20% de sus costos fijos en relación con lo que gastaba seis meses atrás y la disminución del personal de planta: en 1991 trabajaban 700 personas en FACA, mientras que hoy opera con 20 empleados.

Otras medidas que reflejan el ajuste que se lleva a cabo en el seno de la entidad son la venta de algunos inmuebles y la oferta a las cooperativas acreedoras de reintegros porcentuales sobre la base de las operatorias de granos que realicen con FACA como corredora de cereales.

“

Si estas medidas funcionan -señaló Vizia-, el rescate de FACA es posible ya que los gastos de estructura han bajado muchísimo y estamos rehabilitando negocios como la provisión de formularios oficiales -cartas de porte y de liquidación de granos-, ya que FACA es uno de los dos organismos habilitados para tal función junto con el Centro de Acopiadores y la Bolsa de Comercio de Rosario.

”





San Marcos

MIEMBRO DE LA RED
ILUMNO

Esta federación de cooperativas agrarias representa a productores de toda la pampa húmeda y opera en la actualidad con una delegación en Buenos Aires, otra en Bahía Blanca y una representación comercial en Necochea.

“

Según el presidente de la federación el cooperativismo sucumbió ante la crisis "por los sucesivos errores de gestión, por su sobredimensionamiento empresario, porque no hubo una adecuada difusión de la idea cooperativa y porque la concentración empresarial en pocas y grandes manos atentó contra el concepto cooperativista que tiene su fundamento en el pequeño y mediano productor.

”



Vizia sostuvo que una vez logrado un acuerdo formal con la banca acreedora, la continuidad empresarial tendrá una base más sólida que le permitirá a FACA operar con otro tipo de garantías y expectativas. "Esperamos que los acreedores sean razonables en sus aspiraciones para que se den cuenta de que si nos dejan trabajar van a cobrar", sostuvo Vizia.

“

Sería muy positivo -agregó- resurgir porque el cooperativismo es la herramienta básica para el pequeño y mediano productor: si bien las cooperativas tienen que aggiornarse, en el interior se nota su presencia porque el hombre de campo, disperso, pierde sin la escala de negociación que el cooperativismo le da, manifestó el presidente de la entidad.

”

Fin del artículo: Bajar costos para evitar la quiebra. Sábado 12 de agosto de 2000 | Diario La Nación. Recuperado de: http://www.lanacion.com.ar/nota.asp?nota_id=197211

LA TEORÍA ESTÁTICA DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

La Teoría Estática de la Estructura de Capital establece que las empresas se endeudan hasta el punto en que el beneficio fiscal de un peso (dólar) adicional de deuda es exactamente igual al costo que proviene de la cada vez mayor probabilidad de una crisis financiera.

Se la denomina estática porque supone que la empresa se encuentra fija en términos de activos y operaciones y sólo considera cambios posibles en la razón de deuda capital.



DIVIDENDOS

El dividendo, puede entenderse como la suma o cantidad de dinero que una empresa abona periódicamente a los propietarios de la misma por cada una de las acciones que de ella posee. La

cuantía o magnitud del dividendo la fija la asamblea general de accionistas, por lo general en función de las utilidades o ganancias de la empresa.

CON DETERMINADA PERIODICIDAD, ALGUNAS EMPRESAS DECLARAN EL PAGO DE DIVIDENDOS A SUS ACCIONISTAS. LA FORMA USUAL ES CADA TRES MESES, AUNQUE OTRAS EMPRESAS SUELEN PAGARLOS UNA VEZ AL AÑO O CADA SEIS MESES.

Cuando los dividendos son pagados en forma trimestral, la cantidad distribuida por acción se mantiene por lo general estable al final de cada período. Aún así,

puede haber excepciones y manifestarse la situación de que una empresa anuncie que no está en condiciones de poder garantizar el pago de la suma comprometida. En este caso los dividendos disminuirán el próximo trimestre.

En el sistema de pago para las acciones ordinarias es la junta directiva de la empresa la que establece la cantidad que será pagada a los accionistas que están registrados en la fecha (*record date*), y en forma complementaria anuncia el día establecido para su pago (*distribution date*).

Para poseer el derecho a recibir dividendos, la acción debe haber sido adquirida al menos tres días (hábiles) antes del *record date*, porque ése es el plazo que normalmente transcurre entre la fecha de compra de una acción a través de un agente de bolsa y la fecha en que se hace efectiva su propiedad (*settlement day*).

El que adquiere una acción dos días antes del *record date* no tendrá la opción a recibir el cobro de dividendo establecido; pero si se la adquiere al menos con tres días de anticipación a esa fecha y decide incluso por ejemplo venderla al día siguiente, obtendrá el pago dividendo aunque en la práctica ya no sea poseedor de la acción, porque nominalmente la acción cambia realmente de propietario tres días más tarde.

TIPOS DE DIVIDENDOS

Entre los tipos básicos de dividendos en efectivo tenemos:

- A. **DIVIDENDOS ORDINARIOS EN EFECTIVO:** pago en efectivo realizado por una empresa a sus propietarios en el transcurso normal de las actividades de la empresa; por lo general se efectúa cuatro veces al año.
- B. **DIVIDENDOS EXTRAORDINARIOS:** pagos que pueden o no repetirse en el futuro.
- C. **DIVIDENDOS ESPECIALES:** representa pagos por un suceso único que no se repetirá.
- D. **DIVIDENDOS DE LIQUIDACIÓN:** pagos realizados por la venta total o parcial de la empresa.

EL VALOR DE LAS ACCIONES Y EL DIVIDENDO

Fernández, L (2001), establece que cuando se hace referencia a la posible influencia de la política de dividendos sobre el valor de las acciones y, por extensión, de la empresa en el mercado, existen posturas disímiles. Algunas compañías consideran el dividendo como un “subproducto de la decisión sobre presupuesto de capital”, y por eso optan por pagar dividendos bajos porque se desea retener la mayor parte del beneficio para financiar proyectos de inversión que se presenten en el futuro y tender a la expansión de la empresa. Otras lo consideran como un “subproducto de la decisión de endeudamiento”, ya que evalúan que si una parte sustancial de los gastos de capital pueden financiarse con deuda, quedarán liberados fondos para poder pagar mayores dividendos.





Para analizar entonces el cabal efecto de la política de dividendos ésta debe aislarse de otras decisiones financieras. Por tanto, se debe analizar cuál es su efecto dadas unas determinadas decisiones sobre presupuesto de capital y endeudamiento.

Las dos posturas fundamentales son:

A. LA TESIS DEL BENEFICIO

El reparto de dividendos es indiferente ya que no afecta al valor de la empresa; por tanto, la política de dividendos es irrelevante.

Esta posición, defendida por Modigliani y Miller, se fundamenta en dos hipótesis principales

- La política de inversión de la empresa está determinada; las decisiones de presupuesto de capital ya han sido tomadas y no se verán alteradas por el volumen de dividendos que se paguen.
- El mercado de capitales es perfecto.

A los inversionistas les resulta indiferente recibir su rentabilidad por medio de los dividendos por ganancias de capital. Lo que implica que se debe tomar una decisión estratégica de financiación ante dos opciones: financiar el crecimiento mediante una nueva emisión de acciones, o usar esos fondos para financiar el crecimiento y no realizar la emisión. En el primer caso, el accionista recibe dividendos y en el segundo puede crear su propio dividendo, realizando sus ganancias de capital.

B. LA TESIS DE LOS DIVIDENDOS

El reparto de dividendos influye en el valor de la empresa, en este caso, se pueden diferenciar dos vertientes:

1. **ALTOS DIVIDENDOS INCREMENTAN EL VALOR DE LAS ACCIONES.** Lo cual encuentra su basamento en el nivel de incertidumbre que afecta a las decisiones de los inversores en vistas del futuro inmediato. Los dividendos resultan un tanto más previsibles y seguros, que las ganancias de capital. Se puede controlar el dividendo que se paga, pero no el precio de las acciones en el mercado bursátil. El mayor riesgo generado por la incertidumbre acerca de las ganancias de capital produce un incremento de la rentabilidad requerida por las acciones en el mercado. Se valora más una misma cuantía si es recibida vía dividendos que si se recibe (potencialmente) vía ganancias de capital.
2. **BAJOS DIVIDENDOS INCREMENTAN EL VALOR DE LAS ACCIONES.** Esta alternativa se fundamenta en las diferencias de imposición sobre los dividendos y sobre las ganancias de capital. Aunque el tipo impositivo que se aplique sea idéntico sobre los dividendos y sobre las ganancias de capital, persiste la diferencia en lo referido al momento de tributación. Si el inversionista recibe su rentabilidad a través de los dividendos tributará de forma inmediata e ineludible, si la recibe por medio de las ganancias de capital deberá abonar el tributo en el momento en el que las realice. No obstante hemos de tener en cuenta también que muchos inversores están exentos de tributación.



LAS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS

Mascareñas, J (2002), establece que la política de dividendos de una empresa puede asumir las siguientes modalidades:

- **SE REPARTEN TODOS LOS BENEFICIOS:** el ratio de distribución de beneficios es del 100%, en base a la concepción de que el único deseo de los accionistas es la percepción de los dividendos. Los directivos de la empresa que requieran financiación propia, deberían convencer a los accionistas de que los proyectos de inversión van a proporcionarles aumentos en su riqueza para, de esta forma, incentivarlos en mayor número a invertir en la empresa. En el caso citado, las empresas no suelen seguir esta política de distribución.
- **NO SE REPARTEN DIVIDENDOS:** en forma usual dada la fiscalidad y los costos de transacción existentes, se considera que el pago de dividendos constituyen un lujo que ni accionistas, ni empresas, pueden permitirse. A pesar de esta y otras razones, muy pocas empresas adoptan la política de no reparto (pago) de dividendos.
- **TANTO FIJO SOBRE LOS BENEFICIOS:** del total de ganancias anuales la empresa se procede a distribuir un porcentaje fijo. Esta política, es poco usual en las empresas, ya que como los beneficios son una variable aleatoria e impredecible, los dividendos también lo serán, lo que suele repercutir de modo desfavorable en la cotización de las acciones.





San Marcos

MIEMBRO DE LA RED
ILUMNO

- **DIVIDENDO COMO RESIDUO:** la Teoría Residual de los dividendos sugiere que las empresas deberían realizar todas aquellas inversiones que aumenten la riqueza de los accionistas, (VAN positivo). Por lo tanto, cualquier exceso de liquidez debería ser devuelto a los accionistas vía dividendos, o recomprándoles sus acciones. El problema que se identifica es que si los beneficios o las oportunidades de inversión varían de un año a otro un estricto cumplimiento de esta postura traería aparejado una variabilidad de los dividendos, lo que haría aumentar el riesgo y la rentabilidad exigida por los accionistas.
- **DIVIDENDO ANUAL CONSTANTE AJUSTADO.** En años anteriores era práctica de algunas empresas pagar un dividendo constante si se tenía un cierto grado de certeza o confianza que los beneficios futuros eran suficientes para mantenerlo de esta manera. En momentos actuales y debido a la presencia del aumento general en el nivel de precios de la economía (inflación) que impulsa al alza el valor de los beneficios ha surgido la llamada "política de la tasa de crecimiento estable", en la que la directiva propicia una tasa marco de crecimiento de los beneficios e intenta ajustarse a ella. Se juega con las reservas para compensar el dividendo en los años malos o para acumular el excedente de ganancias no distribuido, en los buenos. Este tipo de política suele proporcionar una estabilidad en la cotización, aunque si la tendencia al alza o a la baja de los beneficios parece ser duradera, la empresa deberá replantearse dicha política.
- **DIVIDENDO ARBITRARIO O ERRÁTICO:** consiste básicamente en que cada año se reparte un dividendo, que no sigue ninguna de las políticas enunciadas en forma anterior. Suele ser implementada por empresas que se encuentran a la deriva en el mercado y no han logrado estabilizarse.





San Marcos

MIEMBRO DE LA RED
ILUMNO

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BIBLIOGRAFÍA OBLIGATORIA

Gitman, L. (2012). *Principios de Administración Financiera*. (12ª ed.) México: Pearson Educación. [en línea] ISBN 9786073209830

BIBLIOGRAFÍA DE CONSULTA

Brealey, R., Marcus, A. y Myers, S. (2007). *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. (5ª ed.) Mc Graw Hill. [en línea] ISBN 9788448156619

Gómez, J. (2011). *Dirección Financiera*. Editorial Club Universitario. [en línea] ISBN 9788499486147

González, E. (2010). *Finanzas Empresariales*. Editorial EUNA. [en línea] ISBN 9789701067222

Higgins, R. (2011). *Análisis para la Dirección Financiera*. (7ª ed.) Mc Graw Hill. [en línea] ISBN 9788448141943

Pérez, F. (2008). *Dirección Financiera*. Civitas Ediciones S.L. [en línea] ISBN 9788447030675



