



U  
N  
E  
X  
P  
O

**UNIVERSIDAD NACIONAL EXPERIMENTAL POLITÉCNICA  
“ANTONIO JOSÉ DE SUCRE”  
VICE-RECTORADO PUERTO ORDAZ  
DEPARTAMENTO DE INGENIERÍA INDUSTRIAL  
INGENIERÍA FINANCIERA**

# LA ESTRUCTURA DEL CAPITAL Y LAS POLÍTICAS DE DIVIDENDOS



CIUDAD GUAYANA, ENERO DE 2009

# INTRODUCCIÓN

La estructura de capital y la teoría de dividendos, en unión de todas sus implicaciones representan un aspecto fundamental de la ingeniería financiera.

La política de dividendos determina la decisión en cuanto a las utilidades, entre los pagos que se hacen por los accionistas y las ganancias que se reinvertirán en la empresa. Las utilidades retenidas son una fuente de fondos más significativos para financiar el crecimiento corporativo, pero los dividendos representan los flujos de efectivo que se acumulan para los accionistas.

# TEORÍA DE MODIGLIANI Y MILLER (MM)

Modigliani y Miller (M & M), realizaron en 1958, un trabajo seminal en el que supusieron la ausencia de impuestos y concluyeron que el valor de la empresa no se ve afectado por la estructura de capital.

Finalmente, en 1977, el profesor Miller sostuvo nuevamente que, en un mundo con impuestos personales y corporativos, la estructura de capital es irrelevante.

# POSTULADOS DE LA TEORÍA DE MODIGLIANI Y MILLER.

## Proposición 1

- La Irrelevancia De La Política De Dividendos

## Proposición 2

- Costo De Capital Vs Apalancamiento Ante Impuestos Corporativos

## Proposición 3

- Costo De Capital Vs Apalancamiento Ante Impuestos Personales

## La Irrelevancia De La Política De Dividendos

Modigliani y Miller (MM) demostraron que, en un mercado de capitales eficiente, la política de dividendos de la empresa es irrelevante en cuanto a su efecto sobre el valor de sus acciones, puesto que éste viene determinado por su poder generador de beneficios y por su tipo de riesgo; esto, dependerá de la política de inversiones de la compañía y no de cuántos beneficios son repartidos o retenidos.

M&M demostraron que si la empresa pagaba unos dividendos mayores, debería emitir un mayor número de acciones nuevas para hacer frente a dicho pago, siendo el valor de la parte de la empresa entregada a los nuevos accionistas idéntico al de los dividendos pagados a los accionistas antiguos. Ahora bien, todo esto será cierto siempre que se cumplan una serie de hipótesis básicas



• Los costos de transacción se ignoran.



• La política de inversiones de la empresa se mantiene constante.



• Las ganancias de capital y los dividendos son gravados con el mismo tipo impositivo.



• Los dividendos no transmiten ninguna información al mercado.



• Los mercados de valores son eficientes.



• Los inversores actúan de forma racional.

## Costo De Capital Vs Apalancamiento Ante Impuestos Corporativos

Esta proposición de M&M afirma que el costo de capital contable aumenta con un mayor grado de apalancamiento financiero, porque los accionistas se encuentran expuestos a una mayor cantidad de riesgo.

En la proposición 2 de M&M con impuestos corporativos, se afirma que el costo del capital contable es igual al costo de capital de una empresa no apalancada más la diferencia después de impuestos entre el costo de capital de una empresa no apalancada y el costo de las deudas, ponderado por la razón de apalancamiento. Esta proposición afirma que el costo del capital contable aumenta con la razón de deudas a capital contable de una manera lineal, y en donde la pendiente de la recta es igual a:  $k_a + k_b (1 - T)$ .

## Costo De Capital Vs Apalancamiento Ante Impuestos Personales

Habiendo mostrado que la estructura de capital no debe ser importante para una compañía en conjunto, M&M extiende la irrelevancia a una inversión individual.

Una posible ampliación consiste en considerar los impuestos personales además de los impuestos corporativos. Utilizaremos los siguientes símbolos:

## Costo De Capital Vs Apalancamiento Ante Impuestos Personales

$T_c$  = tasa fiscal corporativa

$T_{pb}$  = tasa fiscal al ingreso personal ordinario (pagada sobre los intereses de la deuda)

$T_{ps}$  = tasa fiscal pagada por las personas que reciben ingresos o ganancias de capital de las acciones. Es un "promedio" de la tasa fiscal sobre ganancias de capital y de la tasa ordinaria sobre los dividendos recibidos, menor que  $T_{pb}$ .

Se analizan los efectos de los dos tipos de impuestos personales, lo cual consiste en comparar el capital contable de una empresa apalancada versus la compra del capital contable de la empresa no apalancada.

# Contradicciones A La Teoría De M&M.

LA RELEVANCIA DE LA  
POLÍTICA DE DIVIDENDOS

EL EFECTO DE LOS  
IMPUESTOS.

LA EMPRESA  
ACTUAL.

# LA RELEVANCIA DE LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Un supuesto importante de la teoría de Modigliani y Miller es que la política de dividendos no afecta a la tasa de rendimiento requerida de los inversores en acciones ( $k_e$ ). Para Gordon y Lintner esto no es así, sino que  $k_e$  aumenta al reducirse la tasa de reparto de beneficios debido a que, desde el punto de vista de los inversores, los pagos vía dividendos son más seguros que los que provienen vía ganancias de capital. Esto es, desde el punto de vista del accionista, el valor de un euro de dividendos es mayor que el de uno de ganancias de capital por ser el rendimiento sobre los dividendos ( $D_1/P_0$ ) más seguro que la tasa de crecimiento de los mismos ( $g$ )

# EL EFECTO DE LOS IMPUESTOS.

La mayoría de los especialistas están de acuerdo en que las ideas de M&M son las adecuadas siempre que se cumplan los supuestos básicos de que ambos parten. Por ello la posible relevancia de la política de dividendos con relación al valor de la empresa podría existir cuando dichos supuestos básicos no se cumplen. Uno de dichos supuestos es que la política fiscal es neutral con relación a los dividendos y a las ganancias de capital, pero ¿qué ocurre cuando esto no es así?

Desde el punto de vista fiscal, las ganancias de capital tienen una ventaja sobre los dividendos porque sólo se realizan a voluntad del inversor, mientras que los dividendos le vienen dados. Ello implica que en el caso de los dividendos, la empresa pagará impuestos en el momento en que se los entreguen, mientras que podrá diferir el pago de los impuestos sobre plusvalías hasta que las realice, lo que podrá hacer cuando fiscalmente le sea más oportuno.

# LA EMPRESA ACTUAL.

♦ M&M entra en contradicción con las empresas que intentan hacer dinero a sus accionistas ajustando los niveles de deuda, (por lo menos en el mundo idealizado en que los economistas operan, y a veces en la práctica), no funcionan. En contradicción con M&M, la estructura de capital de las compañías mas importantes es uno de los apoyos de los funcionamientos e inversiones del negocio. En otros términos,, mucho de lo que los mayores ejecutivos financieros hacen hoy en día es también irrelevante.

♦ M&M tienen críticos suficientes que señalan algunas de sus asunciones ideales, o mas bien, irreales: que las compañías no tienen que pagar los impuestos; que ellos no tienen que pagar las cuotas de abogados cuando ellos están en la quiebra; que todas las personas que tratan con una empresa (los accionistas, los acreedores, gerentes y otros), tienen el acceso a exactamente la misma información; y que proporcionando los incentivos a gerentes y supervisores, su actuación deben ser un ejercicio trivial.

# TEORÍA DE AGENCIA

Modigliani y Miller demostraron que si los mercados financieros eran eficientes, la política de dividendos era irrelevante a la hora de aumentar el valor de la empresa. Por otro lado, para que esto último fuese así, uno de los supuestos básicos implicaba que los directivos deberían cumplir el objetivo de maximizar el valor de la empresa para sus accionistas, lo que haría que los intereses de los accionistas fuesen acordes a los de los directivos.

Si el mercado del "control empresarial" fuese eficiente, cualquier empresa que se desviase del objetivo final, vería descender su precio de mercado, lo que la llevaría a terminar siendo adquirida por otros directivos más capaces. Esto también implica un buen funcionamiento del mercado de trabajo, en orden a poder sustituir a los directivos que no defienden los intereses de sus accionistas por otros que sí lo hagan.

# TEORÍA O ESTRUCTURA CONTRACTUAL

La "teoría contractual" sobre la naturaleza de la empresa se ha convertido en una teoría ampliamente apoyada. Considera a la empresa entorna una red de contratos, reales e implícitos, los cuales especifican los papeles que deben desempeñar los diversos integrantes de la misma (trabajadores, administradores, propietarios y prestamistas) y definen sus derechos y obligaciones, así como la rentabilidad y productos que deberán generarse bajo distintas condiciones.

La mayoría de los participantes celebran contratos que determinan una rentabilidad fija. Los propietarios de la empresa se reservan derechos residuales sobre las utilidades. Aunque los contratos definen los derechos y las responsabilidades de cada uno de los integrantes de la empresa, pueden presentarse algunos conflictos, ya que dichos integrantes pueden tener metas de tipo personal.

# TEORÍA O ESTRUCTURA CONTRACTUAL

Los administradores son representantes de los propietarios, pero, en la realidad, pueden ejercer el control sobre la empresa. Por lo tanto, pueden surgir conflictos de intereses entre los propietarios y los administradores. Éstos se conocen como "problemas de representación administrativa", que consisten en la divergencia de intereses que existen entre un propietario y su administrador.

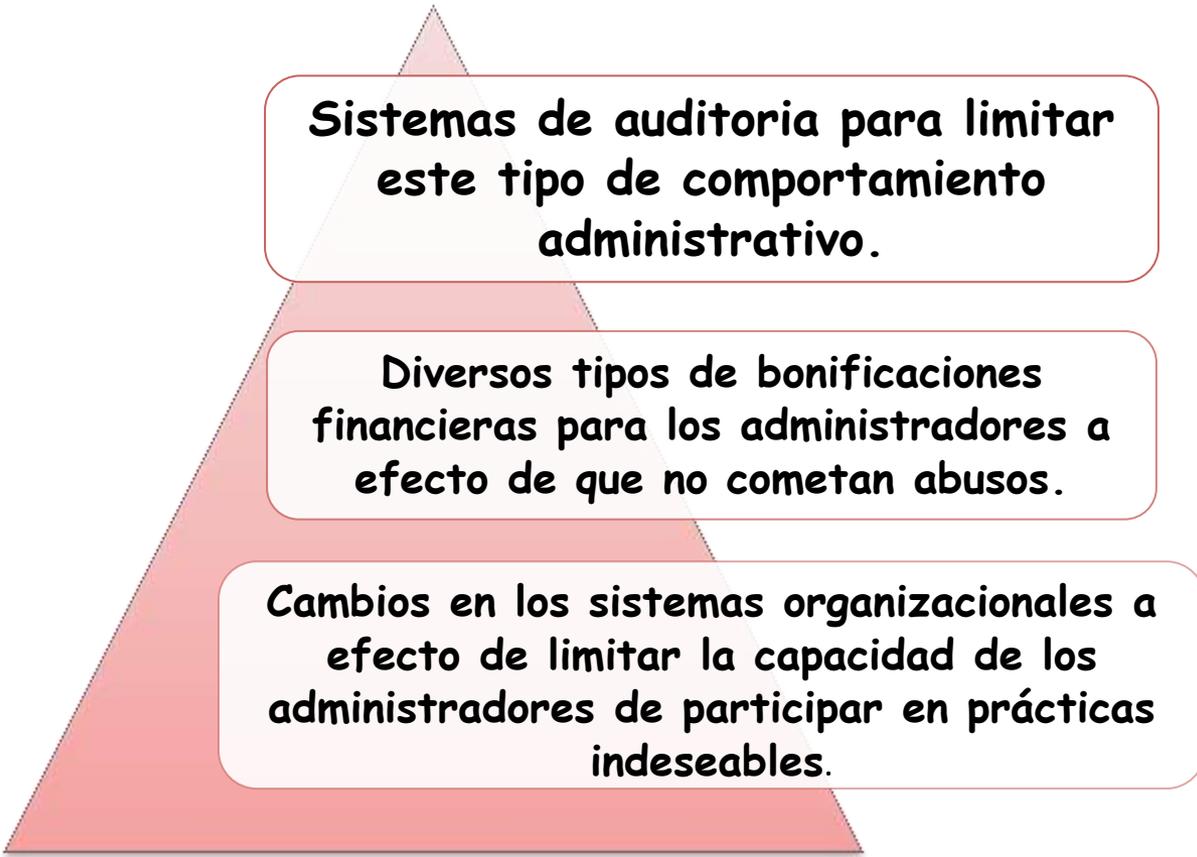
Jensen y Meckling (1976) analizaron muchos aspectos de los problemas de representación administrativa. Describieron que un conflicto de esta naturaleza se produce cuando un administrador posee una pequeña cantidad del total de las acciones comunes de la empresa.

# **COMO ENFRENTAR LOS PROBLEMAS ADMINISTRATIVOS.**

**EFFECTUAR GASTOS  
ADICIONALES**

**COORDINACIÓN Y CONTROL DE LOS  
COSTOS DE REPRESENTACIÓN  
ADMINISTRATIVA**

# **COSTOS DE REPRESENTACIÓN ADMINISTRATIVA (INCLUYEN)**



**Sistemas de auditoria para limitar este tipo de comportamiento administrativo.**

**Diversos tipos de bonificaciones financieras para los administradores a efecto de que no cometan abusos.**

**Cambios en los sistemas organizacionales a efecto de limitar la capacidad de los administradores de participar en prácticas indeseables.**

# Estructura de Propiedad de la Empresa

Es la forma en la que se distribuyen los títulos o los derechos de representación del capital en una o varias personas físicas o jurídicas. Los estudios que arrojan sobre la estructura de propiedad pueden clasificarse en dos grandes grupos:

➤ Aquellos que consideran la propiedad como la variable dependiente o variable a explicar a partir de una serie de factores

➤ Aquellos que la consideran como una variable explicativa fundamental del valor de la empresa

# ESTRUCTURA DE PROPIEDAD DE LA EMPRESA

La empresa actual, como ya se ha dicho, también defiende que hay evidencia suficiente para sugerir que la estructura de propiedad si es relevante para una compañía; Aun cuando las asunciones que Modigliani y Miller usan para empequeñecer la importancia de la estructura de propiedad son poco realistas, su teoría todavía sostiene las lecciones importantes para los ejecutivos financieros.

Los economistas afirman que la mejor manera de pensar en las asunciones de M&M es asumiéndolas como una serie de condiciones. Así, siempre que la estructura de propiedad sea importante, debe ser porque una o más de las condiciones de las que partieron Modigliani y Miller no están presentes. Así que el papel del Departamento de Finanzas es preguntar cómo la situación de su empresa difiere del mundo ideal del modelo, para así poder ajustar a su compañía de acuerdo con la estructura de capital de la misma.

# COSTOS DE TRANSACCIÓN EN LA EMPRESA Y EL MERCADO

Es lo necesario para ordenar o crear y operar las instituciones y garantizar la obediencia de las reglas. Los costos de transacción afectan la elección de los agentes, así como el marco institucional en el cual se desempeñan.

Es inmediato pensar que existen costos asociados al uso del mercado (en términos de intercambio de derechos de propiedad), y de definición de recursos (en términos de definición de derechos de propiedad), así como costos de administración del mercado y de verificación del cumplimiento de las reglas, todos ellos de repercusión importante dentro de la generación y distribución de la riqueza social.

# COSTOS DE TRANSACCIÓN EN LA EMPRESA Y EL MERCADO

La idea de minimizar los costos de transacción surge del trabajo original de Coase: "funcionamiento del mercado lleva consigo unos costos, y que formando una organización y permitiendo que una autoridad (empresario) dirija los recursos, se ahorran ciertos de esos costos de mercado".

Coase (1990) explica la existencia del mercado a partir de los costos de Transacción : "los mercados son instituciones que existen para facilitar el intercambio, es decir, existen para reducir los costos que implica la realización de transacciones". Además, para que funcionen estos mercados, y se cumplan los intercambios en él se requieren arreglos institucionales, tales como normas que permitan verificar y cumplir los intercambios (definición de derechos de propiedad y su protección), de esta manera las normas surgen para reducir los costos de transacción en los mercados, punto en el cual el adecuado diseño de sistemas contables.

# COSTOS DE TRANSACCIÓN EN LA EMPRESA Y EL MERCADO

Williamson (1985) define como origen de los costos de transacción el comportamiento oportunista, en el no cumplimiento de las obligaciones contractuales, que originan el monitoreo y protección.

North (1990) presenta los costos de transacción como dentro de los costos de producción de esta manera: "los costos totales de producción consisten en las entradas de recursos de tierra, trabajo y capital que participan tanto en transformar los atributos físicos de un bien, como en los de negociación, definición, protección y cumplimiento forzado de derechos de propiedad".

Esta posición beneficiaría la valoración empresarial en términos de asignación, y asociación de costos a los atributos que así lo merecieran ya fuera en organizaciones privadas o públicas, pudiéndose incorporar a la información financiera como, una partida intangible.

# EL CAPITAL, SU COSTO Y SU ESTRUCTURA

## El Capital

Es la medida de todo el efectivo que ha sido depositado en una empresa, sin importar la fuente de financiación, el nombre contable o propósito del negocio. Así como también, es toda aquella cantidad de dinero o riquezas de la que dispone una persona o entidad.

Los fondos que posee la empresa se pueden dividir en los que son aportados por los socios y los que se obtienen de los préstamos de terceros, teniendo en cuenta que los primeros siempre estarán relacionados con la cantidad de tiempo en que los recursos están en poder de la entidad, sobre los ingresos y activos empresariales mientras permanezca en funcionamiento y la participación en la toma de decisiones.

# Tipos de Capital

## **Inversión de los Propietarios (Aportaciones de capital)**

- Consiste en todas las erogaciones en dinero, especie o de industria que realizan a tiempo indefinido a largo plazo, las personas que tienen en su poder los derechos primarios de la empresa para su constitución

## **Por inversión de deuda (Capital por Deuda)**

- Incluye cualquier tipo de recurso obtenido por la entidad por préstamos o créditos a largo plazo, con o sin garantía, por medio de venta de obligaciones o negociado

## **Nueva Concepción de Capital**

- Estos bienes de capital pueden ser de corto o largo plazo ya que pueden arrendarse o enajenarse en el mercado, al igual que la tierra y el trabajo a cambio de un pago proporcional al tiempo y al servicio que se preste.

# Costo de capital

Es la tasa de rendimiento que debe obtener la empresa sobre sus inversiones para que su valor en el mercado permanezca inalterado, teniendo en cuenta que este costo es también la tasa de descuento de las utilidades empresariales futuras, es por ello que el administrador de las finanzas empresariales debe proveerse de las herramientas necesarias para tomar las decisiones sobre las inversiones a realizar y por ende las que más le convengan a la organización.

# Estructura del Capital

Representa la mezcla (o porción) de financiamiento a largo plazo permanente de una empresa representado por deuda, acciones preferentes y capital en acciones comunes.

Los factores que influyen sobre las decisiones de la estructura de capital principalmente son el riesgo del negocio que es el inherente a las actividades operacionales de la empresa

# CONSIDERACIONES FISCALES Y COSTOS DE LAS FUENTES DE CAPITAL

## COSTOS DE LAS FUENTES DE CAPITAL

### Costo de endeudamiento a largo plazo



- Es el costo después de impuestos al vencimiento de la emisión de fondos a largo plazo, es decir, la emisión y venta de bonos.

### Valores netos de realización



- Son los fondos recibidos realmente por dicha venta. Los costos de emisión, reducen los valores netos de realización de un bono, sea vendido éste con prima, con descuento o en su valor nominal.

### Costo de la deuda antes de impuesto



- puede obtenerse mediante uno de los tres métodos:
- Cotización de costos
- Cálculo del costo
- Aproximación del costo

# CONSIDERACIONES FISCALES Y COSTOS DE LAS FUENTES DE CAPITAL

## COSTOS DE LAS FUENTES DE CAPITAL

### Costo de la deuda después de impuestos



- Debido a que el interés sobre la deuda es deducible, éste reduce la utilidad fiscal de la empresa en el monto del interés deducible.

### Costo de acciones preferentes



- Es el costo presente de emplear las mismas para recabar fondos. Con su base en su supuesto vida infinito. Los accionistas preferentes deben recibir sus dividendos *establecidos* antes de la distribución de cualesquiera utilidades a los accionistas comunes.

### Costo de acciones comunes



- Es el nivel de rendimiento que la empresa debe obtener sobre las mismas, a fin de mantener se valor accionario.

# CONSIDERACIONES FISCALES Y COSTOS DE LAS FUENTES DE CAPITAL

## CONSIDERACIONES FISCALES

Para el análisis de las consideraciones fiscales es importante explicar algunos conceptos involucrados en ellas:

**Política fiscal:** Conjunto de medidas tomadas para conseguir los fines generales de la política económica, en especial el desarrollo, la estabilidad y el pleno empleo, mediante la utilización de los gastos e ingresos públicos.

**Federalismo fiscal:** Política y sistema de gasto público, basado en la libertad de acción y de un amplio margen de actuación sobre la legislación de sus propias leyes

**Fisco:** Tesoro público. Entidad encargada de recaudar los impuestos.

# CONSIDERACIONES FISCALES Y COSTOS DE LAS FUENTES DE CAPITAL

## CONSIDERACIONES FISCALES

**Gasto público:** Reparticiones de dinero, que son de necesidad para que exista y pueda moverse el aparato estatal, en la producción de diversos servicios de necesidad común de una nación (educación, salud, defensa nacional, desarrollo, empleo, etc.).

**Los impuestos:** Los impuesto es una prestación tributaria con carácter obligatorio, a cargo de personas físicas y morales para cubrir el gasto público y sin que haya para ellas contraprestación o beneficio especial, directo e inmediato.

**Sujetos del impuesto:** El primer elemento que interviene en una relación tributaria es el sujeto. El sujeto es de dos clases, un sujeto activo y uno pasivo.

# CONSIDERACIONES FISCALES Y COSTOS DE LAS FUENTES DE CAPITAL

## CONSIDERACIONES FISCALES

**Impuesto Sobre la Renta:** Se llama Renta, al producto del capital, del trabajo o de la combinación del capital y del trabajo. Puede distinguirse para los efectos impositivos la renta bruta, que es el ingreso total percibido sin deducción alguna, como sucede por ejemplo cuando un impuesto grava los ingresos derivados del trabajo o derivados del capital en forma de intereses.

**Resultado Fiscal:** Se obtiene la utilidad fiscal disminuyendo de la totalidad de los ingresos acumulables obtenidos en el ejercicio, las deducciones autorizadas por la Ley.

# CONSIDERACIONES FISCALES Y COSTOS DE LAS FUENTES DE CAPITAL

## CONSIDERACIONES FISCALES

**Exención parcial:** Se concederá exención parcial a personas morales dedicadas exclusivamente a actividades agrícolas, ganaderas, silvícolas o pesqueras siempre que sus ingresos en el ejercicio no excedan de 20 salarios mínimos generales elevados al año.

**Evasión fiscal:** "Evasión Fiscal o tributaria es toda eliminación o disminución de un monto tributario producido dentro del ámbito de un país por parte de quienes están jurídicamente obligados a abonarlo y que logran tal resultado mediante conductas fraudulentas u omisivas violatorias de disposiciones legales"

# APALANCAMIENTO Y LA ESTRUCTURA OPTIMA DE CAPITAL

Es el efecto que introduce el endeudamiento sobre la rentabilidad de los capitales propios. La variación resulta más que proporcional que la que se produce en la rentabilidad de las inversiones.

La condición necesaria para que se produzca el apalancamiento amplificador es que la rentabilidad de las inversiones sea mayor que el tipo de interés de las deudas.

# Factores que influyen sobre la estructura de Capital Óptima

## Ventas:

Un comportamiento relativamente inestable de las ventas, no asegura el cubrimiento efectivo de los costos y gastos fijos. Por lo tanto, las herramientas financieras como el apalancamiento operativo, el punto de equilibrio y el margen de seguridad, suministrarán información que, de no ser analizada con cautela, podrán llevar a decisiones equivocadas y llenas de riesgo.

## Estructura de activos:

Muy importante para determinar la estructura óptima de capital es conocer la estructura de inversión de una compañía. A través de un análisis vertical podrá determinarse la importancia relativa de cada rubro de los activos y su incidencia en el endeudamiento de la firma.

## Apalancamiento operativo:

Los gastos financieros se consideran gastos fijos. En consecuencia, cuando una empresa tiene un bajo apalancamiento operativo producto de un buen comportamiento en las ventas y una excelente estructura de costos, los negocios podrán incrementar su apalancamiento financiero con el fin de incrementar sus ventas buscando un incremento en sus utilidades operacionales y un positivo comportamiento sobre los flujos netos de efectivo.

# Factores que influyen sobre la estructura de Capital Óptima

## Tasa de crecimiento:

Las empresas con rápido crecimiento deben acudir a fuentes externas de financiamiento. Se ha comentado que el financiamiento a través de recursos propios de los inversionistas, es más costoso que el financiamiento a través de terceros debido a que los accionistas siempre buscarán tasas de rentabilidad superiores o iguales al costo de la financiación externa. Por otra parte, el financiarse a través de nuevas acciones, traerá consigo incrementos en el costo de financiación producto del costo de emisión o flotación de los nuevos títulos emitidos.

## Rentabilidad:

Cuando los negocios generan altas tasas de rentabilidad productos del buen comportamiento de las utilidades, las empresas pueden financiarse a través de su propia generación interna de recursos. Cuando esto sucede, las empresas reducen su nivel de endeudamiento gracias al comportamiento que sufre el patrimonio como consecuencia del incremento de las utilidades retenidas.

## Impuestos:

Cuando la tasa de impuestos es alta conviene una estructura de capital donde predomine el financiamiento a través de entidades financieras debido al beneficio tributario que tienen los intereses.

# Factores que influyen sobre la estructura de Capital Óptima

## Expectativas de la empresa:

Cuando los negocios abren su inventario de habilidades y expectativas a través de la formulación y evaluación de nuevos proyectos, y cuando éstos se llevan a cabo debido al buen comportamiento de las utilidades de la firma en un futuro no lejano, la administración seguramente optará por buscar financiamiento a través de deuda en espera de que los resultados de los nuevos proyectos incrementen sus utilidades y, en consecuencia, un incremento del precio de la acción.

## Actitudes de la gerencia:

El modelo mental de la Alta Administración juega papel importante a la hora de definir la estructura de capital. Un modelo mental conservador, donde la aversión por el riesgo es alta, puede obligar a la empresa a optar por una estructura más patrimonial y en consecuencia, a presentar retornos bajos sobre su capital. Un modelo mental agresivo buscará financiarse preferiblemente a través de terceros buscando incrementar sus utilidades y por consiguiente, a presentar retornos muchos más atractivos.

## Control:

Cuando se habla de control se hace referencia al dominio que puede tener la administración de la empresa en el negocio mismo. Una emisión de deuda no traerá consigo la pérdida del control administrativo a no ser que se presenten problemas de liquidez y que se transforme en incumplimiento.

# VALOR DE UNA EMPRESA APALANCADA

Para conocer la valoración de una empresa existen tres métodos alternativos:



Enfoque del Valor Presente Ajustado (APV)
Método de Flujos de Caja para el Capital (FTE)
El Método del Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC)

# Enfoque del Valor Presente Ajustado (APV)

$$APV = NPV + NPVF$$

donde:

- NPV: valor presente neto del proyecto de una empresa no apalancada
- NPVF: valor presente neto de los efectos colaterales del financiamiento:
  - ✓ Subsidio fiscal de la deuda
  - ✓ Costo de la emisión de deuda corporativa
  - ✓ Costo de reorganización financiera

Comentarios:

- Es recomendable utilizar el APV si el nivel de deuda es conocido a lo largo de la vida del proyecto.
- El APV se usa a menudo en situaciones especiales: créditos subsidiados, adquisiciones empresariales apalancadas.

## Método de Flujos de Caja para el Capital (FTE)

Bajo este método, los flujos de caja para los tenedores del capital, después de intereses, se descuentan a la tasa de rentabilidad exigidos por éstos,. A la inversión inicial se le descuenta aquella porción que es financiada con deuda. Es decir, sólo se contabiliza la parte de la inversión inicial financiada por los tenedores del capital

Comentarios:

- El método FTE es adecuado si la razón de la deuda al valor de la empresa fijada como objetivo se aplica al proyecto bajo evaluación.

# El Método del Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC)

El enfoque del WACC presupone que los proyectos de las empresas apalancadas son simultáneamente financiados tanto con deuda como con capital accionario. El costo del capital es un promedio ponderado del costo de la deuda y del costo de capital accionario.

## Comentarios

- ✓ Al igual que el FTE, el método del WACC es adecuado si la razón de la deuda al valor de la empresa se aplica al proyecto bajo evaluación.
- ✓ Este método determina los flujos de caja del proyecto, después de impuestos, suponiendo un financiamiento total mediante capital accionario (UCF). Los UCF son descontados a wacc, el cual refleja la ventaja tributaria de la deuda.

# POLÍTICAS DE DIVIDENDO

**Dividendos:** Son utilidades que se pagan a los accionistas como retribución de su inversión.

Fecha de declaración: La asamblea de accionistas declara el dividendo (es la única que tiene esa facultad).

Fecha de registro: Es la que define el periodo de antigüedad de los accionistas para reclamar dividendos.

Fecha de pagos: Es la fecha en que se entregan los cheques.

Hay tres fechas importantes en el proceso de dividendos:

# POLÍTICAS DE DIVIDENDO

## Maximización de la riqueza

Dicha política debe idearse no solamente para maximizar el precio de la acción en el año siguiente sino para maximizar la riqueza en el largo plazo.

## Adquisición de financiamiento suficiente

Dicha política debe idearse no solamente para Un financiamiento adecuado puede considerarse como un objetivo secundario de la política de dividendos. Sin un financiamiento suficiente para realizar proyectos aceptables, el proceso de maximización de la riqueza no puede llevarse a cabo.

# Factores que influyen en la política de dividendos a la empresa

## Restricciones Legales

### Menoscabo Del Capital

- Las restricciones para el menoscabo del capital se establecen generalmente a fin de proteger los requerimientos de los acreedores.

### Utilidades:

La exigencia de las utilidades es semejante al requerimiento de menoscabo de capital en que limita el monto de los dividendos respecto de la suma de las utilidades presentes y pasadas de la empresa. Esto significa que la empresa no puede pagar más en dividendos en efectivo que la suma de sus utilidades retenidas más recientes y pasadas.

# Factores que influyen en la política de dividendos a la empresa

## Restricciones Legales

### Insolvencia:

Si una empresa tiene pasivos vencidos, es legalmente insolvente o se encuentra en bancarrota (cuanto el valor de mercado de sus activos es menor que el de sus pasivos). La mayoría de los estados prohíbe el pago de dividendos en efectivo.

### Acumulación Excesiva De Utilidades:

El servicio de Ingresos Fiscales prohíbe a las empresas la acumulación excesiva de utilidades. Los propietarios de la empresa deben pagar impuestos de ingresos sobre los dividendos al recibirlo, pero no se les grava sobre las utilidades de capital en el valor de mercado sino hasta que la acción ha sido vendida.

# Tipos de política de dividendos

## La Política de dividendos de razón de pago constante

La empresa simplemente establece cierto porcentaje de utilidades a pagarse periódicamente. La desventaja de este procedimiento es que si las utilidades de la empresa bajan u ocurre una pérdida en un periodo determinado, los dividendos experimentan los mismos efectos que las utilidades.

## La Política de dividendos regular

La información que esta política proporciona no es ni buena ni mala; basta decir que 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.

# Tipos de política de dividendos

## La política de dividendos extra y bajos - regulares

Algunas empresas establecen una política de dividendos bajos o regulares acompañado por un dividendo adicional cuando las utilidades lo garantizan. Si las utilidades son mayores de lo normal en un periodo determinado, la empresa puede pagar este dividendo adicional, el cual se designará como dividendo extra. Cuando la empresa establece un dividendo regular bajo que es pagado cada periodo, le da a los inversionistas el ingreso estable necesario para reforzar la confiabilidad de la empresa en tanto que el dividendo extra les permite compartir los beneficios si la empresa experimenta un periodo especialmente bueno. Las empresas que emplean esta política deben elevar el nivel del dividendo regular una vez que se hayan alcanzado aumentos probados en las utilidades.

## EFFECTOS QUE PRODUCEN LOS FACTORES INFLUYENTES EN LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

La política de dividendos incluyen la decisión de pagar las utilidades como dividendos o retenerlas para su reinversión dentro de la empresa. Si se pagan mayores dividendos en efectivo aumentará el precio de las acciones, si se aumentan los dividendos en efectivo se dispondrá de menor cantidad de efectivo para su reinversión, disminuyendo la tasa esperada de rendimiento y disminuirá el precio de las acciones. La política óptima de dividendos produce el equilibrio entre los dividendos actuales y el crecimiento futuro que maximiza el precio de las acciones.

# EFFECTOS QUE PRODUCEN LOS FACTORES INFLUYENTES EN LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

## Teoría de la irrelevancia de los dividendos

- Afirma que la política de dividendos de una empresa no tiene efecto sobre su valor o sobre su costo de capital. El valor de una empresa se determina a través de su capacidad de generar utilidades a través de su riesgo comercial.

## Teoría del pájaro en mano

- Afirma que el valor de una empresa se verá maximizado por una alta razón de pago de dividendos. Los dividendos son menos riesgosos que las ganancias de capital.

## Teoría de la preferencia fiscal

- Los inversionistas prefieren una baja razón de pago de dividendos en lugar de una alta debido a que 1) las ganancias de capital se gravan al 28% máximo y los ingresos en efectivo se gravan hasta el 35%. 2) no se pagan impuestos sobre las ganancias hasta que se venden las acciones y 3) no causa impuestos sobre las ganancias de capital hasta la muerte del propietario, evitando los impuestos sobre ganancias del capital.

# EFFECTOS QUE PRODUCEN LOS FACTORES INFLUYENTES EN LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

- Depende de: a) deseo de los accionistas por obtener ingresos corrientes vs ingresos futuros, b) riesgo percibido en los dividendos vs riesgo de las ganancias de capital, c) ventajas fiscales de las ganancias de capital sobre los dividendos y d) el contenido de información de los dividendos.

Efectos de la política de dividendos

- Es una medida tomada por la empresa para incrementar el número de acciones en circulación, tal como duplicar el número proporcionando a cada accionista dos nuevas acciones por cada una de las que mantenía anteriormente.

Dividendos en acciones y particiones de acciones

- Con la readquisición de acciones de su propio capital, disminuye las acciones en circulación, incrementando las utilidades por acción y frecuentemente incrementando el precio de las acciones.

Transferencia de utilidades

# DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS Y ESTRUCTURA DE CAPITAL

Aunque el reparto de dividendos depende de las leyes de los países y el común acuerdo de los accionistas de las empresas es importante tener en cuenta algunas formas de determinar el dividendo de las acciones

## Como proporción constante de utilidades

- se define un porcentaje del periodo para repartir y capitalizar el resto.

## Rendimiento mínimo

- Se basa en la definición de un dividendo fijo que garantice una rentabilidad sobre la inversión del accionista.

## Dividendo regular y extra

- Consiste en definir como regular una cifra periódica por acción y complementar con dividendos adicionales si los resultados lo permiten.

## Dividendos residuales

- Se reparten dividendos después de todos los compromisos legales, laborales, y con terceros y por diferencia, se define el monto a repartir.

# PAGO DE DIVIDENDOS Y OBTENCIÓN DE RECURSOS

El pago de dividendos en efectivo a los tenedores de acciones de las corporaciones es decidido por la junta directiva. Los directores suelen realizar juntas trimestrales o semestrales a fin de evaluar el desempeño financiero de la empresa durante el período anterior, así como obtener una perspectiva de cuantos y en que forma habrán de pagarse los dividendos. Debe establecerse, la fecha de pago.

# PAGO DE DIVIDENDOS Y OBTENCIÓN DE RECURSOS

## Monto estable por acción

- La política de un monto estable por acción, la cual es seguida por la mayoría de las empresas, se encuentra implícita en sus propias palabras: política estable de dividendos.

## Razón constante de pago de dividendos

- Muy pocas empresas siguen la política de pagar un porcentaje constante de utilidades. Debido a la fluctuación de las utilidades, seguir esta política significa que también fluctuará el monto de los dividendos.

## Un dividendo regular bajo más extras

- La política de adoptar un dividendo regular bajo más extras representa un punto intermedio entre los dos primeros. Proporciona flexibilidad a la empresa, pero deja a los inversionistas un tanto inseguros con relación a cuál será su ingreso por dividendos

# CASO

La empresa ATP. C:A que tiene un activo valorado en 250.000 \$ financiado con 2500 acciones de 100 \$. Si quiere un dividendo de 20 \$ por acción deberá :

- Disminuir inversiones por 50.000 \$ lo que hará que sus acciones valgan menos( 80 \$ ).
- Pago de dividendo y Ampliación simultánea de capital por 50.000 \$ con la venta de 625 acciones a 80 \$ por acción

# PROBLEMA

## PROBLEMA

Big gas, fabricante de bebidas gaseosas, como resultado de llevar a cabo una decisión respecto a su estructura de capital, ha obtenido estimaciones de ventas. El pronóstico de la empresa considera que existe una posibilidad de 25% de que las ventas totalicen los \$400000, de 50% de que lleguen a un total de \$600 000, y 25% de que alcancen los \$800 000. Los costos de operación fijos se totalizan los \$200 000, y los costos de operación variables equivalen al 50% de las ventas. Estos datos se resumen, junto con las utilidades antes de intereses e impuestos, en la siguiente tabla.

Probabilidad de venta

0.25

0.50

0.25

Ingresos por ventas

\$400

\$600

\$800

Menos: Costos de operación fijos

200

200

200

Menos: costos de operación variables (50% de las ventas)

200

300

400

Utilidades antes de intereses e impuestos (UAI)

\$0

\$100

\$200

La tabla muestra que existe un 25% de posibilidad de que las UAI sean cero, 50% de que alcancen los \$100 000, y 25% de que equivalgan a \$200 000. El administrador financiero deberá tomar por hechos estos niveles de UAI, así como sus posibilidades relacionadas, al desarrollar la estructura de capital de la empresa. Estos datos de las UAI reflejan cierto nivel de riesgo empresarial que capta el apalancamiento operativo de la empresa, la variabilidad de los ingresos por ventas y la variabilidad de los costos.

# CONCLUSIONES

- ✓ La estructura de capital esta íntimamente relacionada con la situación financiera a largo plazo de la empresa, hasta para financiar y planear sus operaciones futuras.
- ✓ Los fondos que posee la empresa se pueden dividir en los que son aportados por los socios y los que se obtienen de los préstamos de terceros.
- ✓ El costo de capital es la tasa de rendimiento que debe obtener la empresa sobre sus inversiones para que su valor en el mercado permanezca inalterado.