

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE NICARAGUA, MANAGUA

RECINTO UNIVERSITARIO “CARLOS FONSECA AMADOR”

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DEPARTAMENTO DE CONTADURÍA PÚBLICA Y FINANZAS



**SEMINARIO DE GRADUACIÓN PARA OPTAR AL TÍTULO DE LICENCIATURA EN
CONTADURIA PÚBLICA Y FINANZAS**

TEMA: PLANEACIÓN FINANCIERA

SUB - TEMA:

**AFECTACIONES EN LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA JASIL
LOGISTICS S.A, ANTE LOS CAMBIOS EN LAS POLITICAS DE DIVIDENDOS EN EL
PERIODO 2010-2012**

AUTOR:

BRA. LAURA CRISTINA SILVA ALTAMIRANO

TUTOR:

PROFESORA: WENDY LISETTE CRUZ

MANAGUA, ABRIL 2016

i. Dedicatoria

Este trabajo de seminario de graduación está dedicado en primer lugar a mí, porque han sido muchos los obstáculos que he decidido vencer y jamás pensé en rendirme, aun cuando no fue fácil, tuve la fuerza interior para continuar y no desistir de mi propósito de graduarme y ser profesional, los deseos de superación me embargaron día a día y este ha sido mi sueño más preciado desde que empecé a crecer.

Dedicado a mi primer maestro de la vida, mi papá José Silva Flores, sus enseñanzas están llenas de risas, de dolor, pero sobre todo de confianza, de amor, de fe en mí, si algún día tropecé él me enseñó a levantarme con más fuerza, a mis abuelitos paternos Alba Flores y José Santos Silva que me enseñaron todo lo necesario para vivir pero no a estar sin ellos y ahora descansan en un lugar donde sé que me pueden ver y han cuidado de mi como si nunca se hubiesen ido de esta tierra.

Cada página escrita es un amigo que me tendió la mano en el camino que emprendí hace cinco años, cuando llegué a la universidad no sabía a qué me enfrentaría y mis ángeles-amigos estuvieron apoyándome, nunca estuve sola, ustedes han sido la familia que escogí y creyeron cada segundo en mi capacidad de hacer lo que más amo, siempre con una palabra de aliento para no dejarme caer.

No menos importante se lo dedico a la mujer que me dio el ser, mi madre una mujer luchadora, amorosa, inteligente, prospera, cálida, benevolente, amable, libre. Sé que estará orgullosa de verme andar por el camino de la vida y poder decir: esa es mi hija. Te lo dedico mi hermosa mamá Alba Altamirano.

Por último, les dedico estas líneas a mis dos hermanas, Blanca y Alba, porque quiero que al igual ellas lleguen a este momento de felicidad y de ansiedad, que si se puede, las amo.

ii. Agradecimientos

“Jehová es mi pastor; nada me faltará. En lugares de delicados pastos me hará descansar; Junto a aguas de reposo me pastoreará. Confortará mi alma; Me guiará por sendas de justicia por amor de su nombre. Aunque ande en valle de sombra de muerte, No temeré mal alguno, porque tú estarás conmigo; Tú vara y tu cayado me infundirán aliento. Aderezas mesa delante de mí en presencia de mis angustiadores; Unges mi cabeza con aceite; mi copa está rebosando. Ciertamente el bien y la misericordia me seguirán todos los días de mi vida, Y en la casa de Jehová moraré por largos días.”

Salmo 23

Gracias papá por haberme criado con ayuda de mis abuelitos, no tengo palabras para decirte lo feliz que soy por llevar tu sangre, pero más aún por llevarte en mi corazón día a día, eres el hombre que más admiro en el mundo y te amo tanto que esta vida no alcanza para demostrártelo.

Gracias maestros por transmitirme conocimientos y ayudarme a comprender, a desafiarme, a exigirme más de lo que podía dar. Quiero así también mencionar a mi tutora, maestra Wendy Cruz que me apoyó todo el tiempo de manera tan especial, con su paciencia y el amor que le dedicó a este trabajo.

Un agradecimiento muy especial a mi amigo, colega, compañero fiel David Leal Salinas porque se desveló un par de noches a mi lado para poder brindarme su ayuda incondicional y así poder estructurar este trabajo, con calidad, lo admiro como profesional y como ser humano y de no ser por él esto no hubiese sido posible.

Gracias infinitas a mis amigas y amigos: Francis, Nelly, Dora Esthela, Gabriela Odili, Josefina, M. Regina, Elizabeth, Amy Zel, Karlita, David Martínez, Azucena. Porque me han dado sus mejores ánimos para continuar y han escuchado mis frustraciones a lo largo de estos años. A mi amado Max Vanegas por su amor incondicional, eres mi inspiración y mi mayor bendición. Gracias.

iii. Valoración del Docente

iv. Resumen

Surgió la necesidad apremiante de analizar desde el punto de vista de planeación financiera las afectaciones que trae consigo realizarle cambios a las políticas de dividendos de la empresa Jasil Logistics S.A durante el período de su nacimiento como resultado de una fusión en los años a valorar 2010-2012, cambio que dio lugar a una estructura de capital modificada y en la cual la empresa trata de venderse por medio del precio de las acciones que en este caso son comunes, para los socios o inversionistas que deseen ser partícipes de esta y comprueben a través de su costo de capital si es rentable o no dicha inversión, originándose estas modificaciones de una fusión de empresas de servicio de transporte de carga, en la búsqueda de una alianza estratégica para crecer y ampliar su mercado de ruta.

Se utilizó una metodología investigativa de manera documental sobre las teorías que existen alrededor de como buscan las empresas la optimización de su capital reduciendo los riesgos para considerarse una opción de inversión para socios y mantenerse siempre en el mercado con sus accionistas, se manejaron todas las herramientas que permitieran realizar los cálculos necesarios para encontrar los costos que se plantearon en el caso y se consultaron las bibliografías pertinente en materia de conceptualización.

Las políticas no se vieron afectadas de manera drástica y se logró observar que la empresa Jasil obtuvo un costo promedio ponderado como resultado de esta fusión. Se presentaron a su vez cada estructura de capital que poseían las empresas antes y después de este movimiento estratégico, también se logró identificar a través del método UPA el efecto de variación en las acciones comunes.

La empresa no se financió con deuda y mantuvo el ritmo durante los dos últimos años de referencia.

Índice

i. Dedicatoria	
ii. Agradecimiento	
iii. Valoración del docente	
iv. Resumen	
I. Introducción	1
II. Justificación	3
III. Objetivos	4
3.1 Objetivo General	4
3.2 Objetivos Específicos	4
3.2.1 Conocer las modificaciones en las políticas de dividendos que se practicaron en la empresa Jasil Logistics S.A durante el periodo 2010-2012.	4
3.2.2 Identificar la afectación realizada en la estructura de capital de la empresa Jasil Logistics S.A durante el periodo 2010-2012.	4
3.2.3 Determinar las ventajas y desventajas de dichos cambios en las políticas de dividendos y estructura de capital de la empresa Jasil Logistics S.A.	4
IV. Desarrollo del sub tema	5
4.1 Generalidades de políticas de dividendos	6
4.1.1 Relevancia de la política de dividendo.	8
4.1.2 Factores que afectan las políticas de dividendos.	10
4.1.3 Tipos de Políticas de Dividendos.	11
4.1.4 Decisiones de política de dividendos.	14
4.2. Estructura de Capital	15
4.2.1 Tipos de capital.	17
4.2.2 Estructura de capital Óptima.	18
4.2.3 Método para seleccionar la estructura de capital.	24
4.3 Costo de capital	29
4.3.1 Costo de la deuda.	29
4.3.2 Costo de las acciones preferentes.	30
4.3.3 Costo de las utilidades retenidas (acciones comunes).	31

4.3.4 Costo de una acción común nueva.-----	32
4.3.5 Costo Promedio Ponderado de Capital. -----	33
V. Caso práctico.....	37
5.1 Perfil de la empresa	37
5.1.1 Historia de las empresas. -----	37
5.1.2 Visión y Misión. -----	39
5.1.3 Objetivos estratégicos. -----	39
5.1.4 Valores. -----	40
5.1.5 Organización. -----	40
5.2 Planteamiento del problema.	44
5.2.1 Políticas de dividendos de la empresa Jaique Mat S.A al cierre de año de 2009 antes de la fusión. ---	45
5.2.2 Estructura de capital de la empresa Jaique Mat S.A. -----	47
5.2.3 Políticas de dividendos en la empresa RetSi Logistics S.A al 31 de Diciembre de 2009, antes de la fusión. -----	49
5.2.4 Estructura de capital de la empresa RetSi Logistics S.A-----	50
5.2.5 Comparativo de las políticas de dividendos de las empresas antes de fusionarse-----	52
5.3 Políticas de Dividendos de JaSil Logistics S.A.....	52
5.4 Afectación realizada a la estructura de capital	53
5.5 Ventajas y desventajas de dichos cambios en las políticas de dividendos y la estructura de capital de la empresa surgida	55
5.6 Conclusiones del caso.....	56
VI. Conclusiones	57
VII. Referencias bibliográficas.....	58
VIII. Anexos	60

I. Introducción

En las empresas para que exista un crecimiento integral se debe de determinar la combinación óptima de fondos necesarios y de esta manera financiar los activos de la empresa. Ello implica estudiar, por un lado la decisión sobre la estructura de capital y a su vez la decisión sobre políticas de dividendos.

La decisión sobre la estructura de capital se refiere a la composición de los recursos financieros que la empresa necesita para llevar a cabo su actividad enmarcándose dentro de las decisiones financieras, decisiones de inversión y dividendos, y en el caso de las políticas de dividendos se concreta en el establecimiento de la parte de los beneficios a retener en forma de reservas y, consecuente y complementariamente, la parte a distribuir en forma de dividendos. Es un aspecto importante que influye sobre la estructura financiera óptima, sobre el valor de la empresa y sobre el de las acciones formando parte de las decisiones de financiación de la empresa.

En el caso de la empresa Jasil Logistics S.A. con la fusión se generaron cambios importantes y significativos, por los cuales las políticas de dividendos fueron modificadas y a través de un análisis a fondo y comparativo de las mismas políticas se podrá observar el impacto de estas afectaciones directamente la estructura monetaria del capital en un periodo determinado, conociendo también como está constituido el capital de la empresa y si con estos cambios y la fusión se obtuvieron ventajas y desventajas que podamos señalar y hacer del conocimiento a los actuales y futuros accionistas de la empresa.

En este trabajo investigativo, se utilizó una metodología de investigación bibliográfica consultando fuentes de información que desarrollen teorías de dividendos, tanto su relevancia como la irrelevancia de estas, combinaciones de negocios y modificaciones, inversiones en entidades asociadas, también teorías que demuestren como crear una estructura de capital óptima para las empresas así

como la utilización de las fórmulas correspondientes para determinar los respectivos costos de capital y de las acciones para un análisis detallado.

Este informe contiene 7 acápite. Los primeros tres son: introducción, justificación y objetivos generales y específicos; el cuarto capítulo abarca el desarrollo del sub tema dentro del cual tendremos conceptos, naturaleza y factores que inciden en la creación de las políticas de dividendos y la estructura de capital óptima para las empresas en crecimiento y en marcha, seguido del quinto capítulo un caso práctico donde observaremos el análisis de la empresa Jasil Logistics S.A, en relación a nuestro tema investigativo, generando como sexto y séptimo capítulo las conclusiones, referencias bibliográficas y anexos.

II. Justificación

Una de las necesidades más apremiantes de una empresa es la competitividad, desarrollo y expansión en el mercado o industria en la que desarrolla sus actividades comerciales, industriales o financieras, por tal razón es de fundamental importancia establecer de manera adecuada la forma de actuación al momento de repartir los beneficios entre los accionistas y dejar sentado a través de política y normativa las directrices necesarias que establezcan el actuar en situaciones específicas del quehacer económico en una organización, tales como: Si es adecuado pagar dividendos a accionistas (En dependencia de la situación financiera de la organización), Pagar dividendos de acuerdo al tipo de acciones, capitalizar dividendos u otras alternativas de financiamiento con los mismos.

Esta investigación documental, pretende ofrecer una visión general de la importancia de establecer la política de dividendos y la afectación económica y financiera que repercute en una empresa ilustrando la importancia de la política de dividendos y como se construye la estructura de capital basada en dichas políticas y normativas, todo desde el punto de vista de una planeación financiera que se muestre y sea efectiva en las empresas que buscan con sus propias utilidades ofrecerles a los accionistas un mejor costo de capital para invertir en ellas.

Es importante mencionar que las empresas que se fusionan tienen mayores posibilidades de crecer en los mercados y más si se financian con su capital propio, demostrándoles que es más barato invertir con sus utilidades retenidas, haciendo que esto incremente su capital con respecto a su deuda. Este informe servirá de referencia para futuras investigaciones de egresados de las diferentes carreras de la facultad de ciencias económicas y empresarios que deseen analizar y conocer desde el punto financiero y contable, la aplicación de las políticas de dividendos y la óptima estructura de capital en las empresas.

III. Objetivos

3.1 Objetivo General

Analizar las afectaciones en la estructura de capital de la empresa Jasil Logistics S.A, ante los cambios en las Políticas de Dividendos durante el periodo 2010-2012.

3.2 Objetivos Específicos

3.2.1 Conocer las modificaciones en las políticas de dividendos que se practicaron en la empresa Jasil Logistics S.A durante el periodo 2010-2012.

3.2.2 Identificar la afectación realizada en la estructura de capital de la empresa Jasil Logistics S.A durante el periodo 2010-2012.

3.2.3 Determinar las ventajas y desventajas de dichos cambios en las políticas de dividendos y estructura de capital de la empresa Jasil Logistics S.A.

IV. Desarrollo del sub tema

La planeación financiera es un proceso en virtud del cual se proyectan y se fijan las bases de las actividades financieras con el objeto de minimizar el riesgo y aprovechar las oportunidades y los recursos, es una técnica que reúne un conjunto de métodos, instrumentos y objetivos con el fin de establecer en una empresa pronósticos y metas económicas y financieras por alcanzar, tomando en cuenta los medios que se tienen y los que se requieren para lograrlo.

Partes del proceso de la planeación financiera

- Fines - Establecer en la empresa pronósticos y metas económicas y financieras por alcanzar. Especificar metas objetivas.
- Medios - Elegir políticas, programas, procedimientos y práctica con los que habrán de alcanzarse los objetivos. Para llevar a cabo lo planeado se requiere organización, ejecución y dirección.
- Recursos - Determinar tipos y cantidades de los recursos que se necesitan, definir cómo se habrán de adquirir o generar y cómo se habrán de asignar a las actividades.
- Realización - Elaboración de los presupuestos de operación, de inversiones permanentes y financiero. Delinear los procedimientos para toma de decisiones, así como la forma de organizarlos para que el plan pueda realizarse.
- Control - Para llevar un buen control se requiere evaluar los resultados comparándolos con patrones o modelos establecidos previamente. Delinear un procedimiento para prever o detectar los errores o las fallas, así como para prevenirlos o corregirlos sobre una base de continuidad

4.1 Generalidades de políticas de dividendos

El Dividendo es un concepto económico que designa, en la financiación de las corporaciones, el fondo creado a partir de los beneficios de la corporación y distribuido entre los accionistas; también es la parte del fondo que recibe cada accionista. Los dividendos se distribuyen de forma proporcional; lo que reciben los accionistas de los dividendos repartidos se corresponde con la proporción de acciones que poseen. Los propietarios de las acciones preferenciales de una empresa tienen normalmente prioridad para cobrar dividendos respecto a los propietarios de acciones ordinarias y si así se establece en sus acciones el cobro de una tasa periódica fija (Andres, 2009).

El Capital, término genérico que designa un conjunto de bienes y una cantidad de dinero de los que se puede obtener, en el futuro, una serie de ingresos. En general, los bienes de consumo y el dinero empleado en satisfacer las necesidades actuales no se incluyen en la definición económica de la teoría del capital.

La política de dividendos de una empresa es un plan de acción que deberá seguirse siempre que se decida en torno a la distribución de dividendos. La política debe considerarse tomando en cuenta dos objetivos básicos:

- Distribuir inteligentemente el beneficio de la empresa.
- Proporcionar suficiente financiación.

La decisión que hace una empresa de la cantidad de dinero que se debe distribuir, normalmente está relacionada con otras decisiones de inversión y financiación. Algunas empresas pagan poco porque su administración es optimista respecto del futuro y desea retener utilidades para su expansión. La explicación es pertinente porque con frecuencia se ha interpretado que no importa lo que suceda con el

lado derecho del balance, siempre que las decisiones de inversión que corresponden a los activos sean suficientemente productivas para cubrir los costos de la estructura de capital.

La gestión financiera es un aspecto que constituye una condición necesaria para la administración de las empresas. La toma de decisiones financieras adecuadas y la consecución de una apropiada estructura de recursos financieros constituyen uno de los principales factores explicativos de la competitividad de las empresas más rentables.

Sin duda alguna toma de decisiones se vuelve muy compleja a medida que surgen elementos a tomar en cuenta, puesto que la determinación del valor de la empresa está en juego, pues los rendimientos esperados por los accionistas pueden ser o no favorables, después de elegir de entre varias alternativas, buscar lo mejor para todos, se vuelve una decisión sumamente compleja, el conocimiento del valor del dinero en el tiempo y sus aplicaciones permite una maximización de recursos en la empresa, pero los accionistas siempre esperan un beneficio (pago de dividendos) y puede que se vean afectados cuando a la política del pago de éstos se antepone un situación que requiera la inversión de los mismos.

Aunque hemos caracterizado la política de dividendos como una sencilla relación de pago, es más que eso. Los pagos de dividendos generalmente se realizan en efectivo. Dado que una compañía tiene otros usos para el efectivo, puede haber confusión entre las políticas de dividendos, de presupuesto de capital y de estructura de capital. Por ejemplo, si un egreso de capital reduce los dividendos en efectivo de una compañía en el monto del egreso, entonces la decisión respecto a los dividendos no será más que un resultado de la decisión de inversión. No podemos distinguir el efecto de valuación de un cambio de dividendos en un cambio en el presupuesto de capital. Las dos políticas serian simplemente imágenes de espejo una de la otra. Así mismo, si el presupuesto de capital se mantiene constante y la compañía emite deuda nueva para financiar el dividendo, la política de dividendo no será más que un resultado de la política de estructura de capital. (Emery, 2000, p.473)

4.1.1 Relevancia de la política de dividendo.

Hay muchas teorías sobre la política de dividendo, aunque es necesario considerar las decisiones sobre presupuesto y estructura de capital, por lo general, mucho más importantes que las decisiones sobre los dividendos. En otras palabras las buenas decisiones de inversión y financiamiento no deben sacrificarse por una política de dividendo de importancia cuestionable (Gitman, 2014).

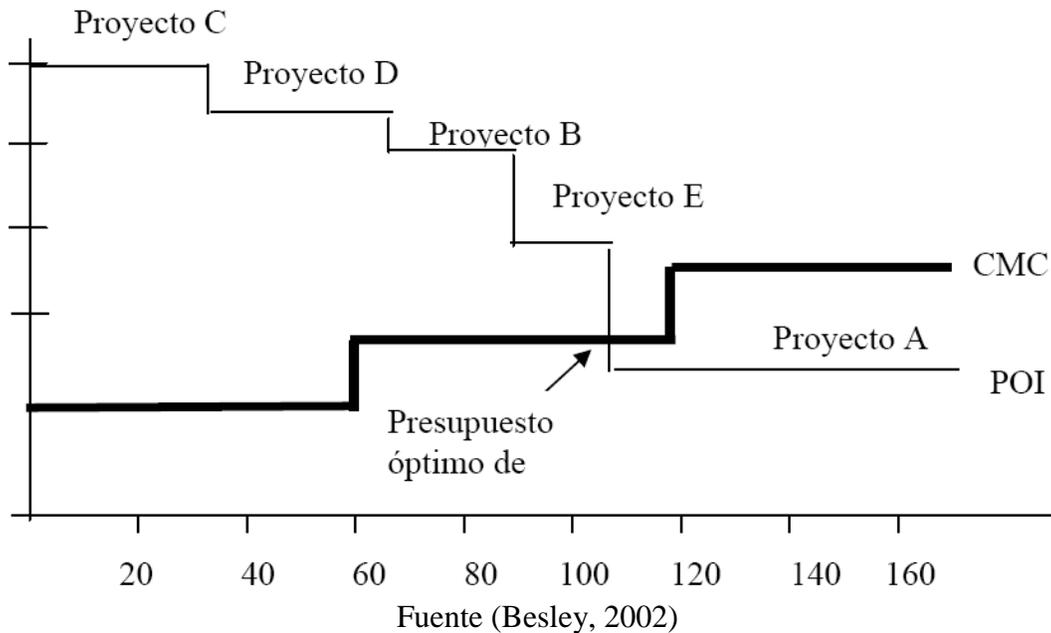
Es importante mencionar de acuerdo a lo anterior la teoría residual de dividendos “Es una escuela de pensamiento que sugiere que los dividendos que paga una empresa deben considerarse como un residuo, es decir, el monto que resta después de aprovechar todas las oportunidades de inversión aceptable” (Gitman, 2014, p.483). Con este punto de vista, la empresa tomaría la decisión sobre dividendos en tres pasos de la manera siguiente:

- Determinar su nivel Óptimo de gasto de capital, que sería el nivel determinado por el punto de intersección del programa de oportunidades de inversión (POI) y el programa de costo de capital marginal ponderado (CCMP).
- Con las proporciones de la estructura de capital óptima calcular el monto total del financiamiento con capital propio necesario para apoyar los gastos generados en el paso uno.
- Como el costo de las ganancias retenidas (K_r), es menor que el costo de las nuevas acciones comunes (K_n), usar las ganancias retenidas para satisfacer las necesidades de capital propio determinadas en el paso dos.

De acuerdo con esta teoría, siempre que la necesidad de capital propio de la empresa sea mayor que el monto de las ganancias retenidas no se pagaran dividendos. El argumento de este punto de vista

es que una administracion solida es la que se asegura de que la empresa cuente con el dinero que requiere para competir de una manera eficaz.

Figura numero 1 combinacion de CCMP con POI



La política de dividendos es una parte integral de la decisión de financiamiento de la empresa. La razón de pago de dividendos determina la cantidad de las utilidades que se pueden retener en la empresa como fuente de financiamiento. Sin embargo, retener una cantidad grande de utilidades actuales significa que se tendrá menos dinero disponible para el pago de dividendos. Por eso, un aspecto importante de la política de dividendos de la empresa es determinar la asignación adecuada de las ganancias entre el pago de dividendos y las adiciones a las utilidades retenidas de la empresa. Pero también son importantes otros aspectos referentes a la política global de dividendos: aspectos legales, de liquidez y de control; la estabilidad de los dividendos; los dividendos de las acciones y los fraccionamientos; la recompra de acciones y las consideraciones administrativas.

4.1.2 Factores que afectan las políticas de dividendos.

Es importante que la empresa establezca una política general con respecto al pago de dividendos. Se hace necesario considerar que aunque una empresa pueda tener utilidades altas, su capacidad para pagar dividendos se puede ver restringida por un nivel bajo de activos realizables.

Antes de estudiar los tipos comunes de políticas de dividendos, se deben considerar los factores implícitos en la formulación de una política de dividendos. Estos factores incluyen ciertas restricciones legales, contractuales e internas, las perspectivas de crecimiento de la empresa, consideración por parte de los propios accionistas y consideraciones de mercado.

Comprenden las restricciones legales, contractuales e internas, las perspectivas de crecimiento de la empresa, las consideraciones y, por último, las consideraciones de mercado.

Restricciones legales: En la mayoría de los países se prohíben a las corporaciones el pago de cualquier parte del capital legal en formas de dividendos., tal capital legal se mide por el valor contable de las acciones comunes. En otros países se exigen que esta clase capital incluya no solo el valor contable de las acciones comunes, si no también cualquier capital pagado en exceso del valor nominal. Tales restricciones para el menos cabo del capital se establecen generalmente a fin de proporcionar una base suficiente de capital social y proteger así los derechos de los acreedores.

Restricciones contractuales: A menudo el capital de la empresa para pagar dividendos en efectivo se ve restringida por ciertas provisiones en un acuerdo de préstamo. Tales provisiones restrictivas prohíben, por lo general, el pago de dividendo en efectivo hasta que se haya logrado cierta cantidad de ingreso, o bien, limitan la cantidad por distribuirse en forma de dividendo a ciertos porcentajes de las utilidades. Las restricciones contractuales sobre el pago de dividendos contribuyen a proteger a los acreedores contra pérdidas por insolvencia por parte de la empresa. La violación de una

restricción de este tipo es a menudo motivo de demanda de pago inmediato por parte del proveedor de fondos.

Restricciones internas: La capacidad de la empresa para distribuir dividendos se ve a menudo restringida por la cantidad de efectivos en exceso disponible. Aunque es posible solicitar fondos en préstamos para el pago de dividendos, los prestamistas suelen mostrarse renuentes a conceder tales préstamos, ya que no producen beneficios tangibles u operativos que contribuyen a que la empresa pueden experimentar utilidades altas, su capacidad para el pago de dividendos puede verse restringida por un nivel bajo de activos líquidos (efectivo y valores negociables).

Perspectivas de crecimientos: Los requerimientos financieros de la organización de negocios guardan una relación directa con el grado de expansión o adquisición de activos proyectados. Si la empresa se haya en una etapa temprana de desarrollo, puede utilizar todos los fondos necesarios para financiar los gastos de capital. Así mismo, una empresa con estas características requiere de fondos para mantener e incrementar su nivel de activos. Tales empresas suelen experimentar una necesidad constante de fondos, y sus requerimientos financieros pueden definirse como inmediatos y considerables. Por el contrario, las empresas que presentan poco o nulo crecimiento pueden recurrir a los de fondos para reponer o renovar activos.

4.1.3 Tipos de Políticas de Dividendos.

Primero una pregunta dividida en dos partes. ¿Puede el pago de dividendos en efectivo afectar el valor de los accionistas y, si es así, qué razón de pago de dividendos maximizará la riqueza de los accionistas? Al igual que hicimos al estudiar los efectos del apalancamiento financiero, supondremos que el riesgo de negocios se mantiene constante. Para evaluar la pregunta de si la razón de pago de dividendos afecta la fortuna de los accionistas, es necesario examinar primero la política de dividendos de la empresa sólo como una decisión de financiamiento que incluye la retención de utilidades.

Cada periodo, la empresa debe decidir si retiene sus ganancias o si distribuye parte de éstas o todas entre los accionistas como dividendos en efectivo. Siempre que la compañía esté frente a proyectos de inversión con rendimientos que excedan los requeridos (es decir, proyectos con VPN positivo), la empresa usará las utilidades, además de la cantidad en valores principales que apoyará el aumento en la cantidad base del capital accionario, para financiar estos proyectos. Si la empresa tiene ganancias restantes después de financiar todas las oportunidades de inversión aceptables, las distribuirá entre los accionistas en la forma de dividendos en efectivo. De no ser así, no habrá dividendos. Si el número de oportunidades de inversión aceptables implica una cantidad monetaria total que excede la cantidad retenida de utilidades más los valores principales que estas ganancias retenidas apoyan, la empresa financiará las necesidades no cubiertas con una combinación de una nueva emisión de acciones y los valores principales.

Cuando tratamos la política de dividendos de modo tan estricto como una decisión de financiamiento, el pago de dividendos en efectivo es un pasivo residual. El porcentaje de ganancias pagadas como dividendos fluctuará de un periodo a otro para seguir las fluctuaciones en la cantidad de oportunidades de inversión aceptables disponibles para la empresa. Si estas oportunidades abundan, es probable que el porcentaje de ganancias pagadas sea cero. Por otro lado, si la empresa no puede encontrar oportunidades de inversión redituables, los dividendos pagados serán el 100% de las ganancias. (Van Horne, 2010)

Para situaciones entre estos dos extremos, la razón de pago de dividendos será una fracción entre cero y uno. El manejo de la política de dividendos como un pasivo residual, determinada sólo por la disponibilidad de propuestas de inversión aceptables, implica que los dividendos son irrelevantes.

¿Los dividendos en realidad son sólo un medio de distribuir los fondos no empleados? Más bien, ¿debe ser el pago de dividendos una variable de decisión activa con las retenciones de utilidades como residuales?

Para contestar estas preguntas se debe examinar el argumento de que los dividendos son irrelevantes, lo que significa que los cambios en la razón de pago de dividendos (manteniendo constantes las oportunidades de inversión) no afectan la riqueza del accionista.

Dividendos actuales contra retención de utilidades. El argumento crucial es que el efecto de los pagos de dividendos sobre la riqueza de los accionistas se compensa exactamente con otros medios de financiamiento. Considerando primero vender acciones ordinarias adicionales para elevar el capital accionario en vez de simplemente retener ganancias. Después de que la empresa ha tomado su decisión de inversión, debe decidir si retiene utilidades o paga dividendos y vende nuevas acciones ordinarias por la cantidad de estos dividendos para financiar las inversiones.

Existe un gran número de posibles políticas de dividendos a disposición de la empresa y cada una de ellas tiene características fundamentales, a continuación se señalan algunas de ellas:

Política de proporción de pago constante, la empresa establece un determinado porcentaje de utilidades que se distribuyen cada periodo; se supone que los inversionistas se inclinan por los dividendos estables que nunca sean inferiores a los del periodo anterior y que tienen buenas perspectivas de aumentar en forma constante. Si la empresa establece ese patrón, los inversionistas estarán más dispuestos a pagar un precio mayor por las acciones bajando el costo de capital, porque el riesgo asociado con la estimación de la serie de dividendos esperados disminuye cuando el dividendo no fluctúa ni disminuye. El problema con este tipo de política es que si las utilidades de la empresa bajan u ocurre una pérdida en un periodo dado, los dividendos son bajos o desaparecen. Como se considera que los dividendos son el termómetro de la empresa sus acciones se ven afectadas. **Política de importe constante**, se basa en el pago de dividendo de monto fijo cada periodo; esta política no suministra a los dueños información favorable o desfavorable pero minimiza su incertidumbre: Las empresas que utilizan esta política a menudo aumentan el dividendo de monto fijo una vez que se haya presentado un aumento comprobado de utilidades. **Política de dividendos regulares y extras** aquí la empresa establece una cantidad constante que se denomina dividendo

regular y si las utilidades los permiten se designa un dividendo adicional, denominado dividendo extra.**Política del dividendo residual** esta política surge de la teoría de que el financiamiento interno es más barato que el financiamiento externo, y consiste en que la empresa pague todo lo que queda después de satisfacer las necesidades de capital. 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.**Política de dividendos no inmediatos**, una junta de directores puede decidir no pagar dividendos, aun cuando tenga ganancias con las que legalmente pueda hacerlo. Esta política puede estar justificada en las siguientes situaciones: la compañía es joven y esta creciendo; el capital adicional necesario no puede reunirse, excepto a un costo excesivamente alto y las ganancias deben, por lo tanto, reinvertirse en el negocio; los accionistas tienen voluntad de esperar un beneficio sobre su inversión y mientras tanto están satisfechos con tener sus tenencias con buen valor.(UPIICSA, 2012)

4.1.4 Decisiones de política de dividendos.

Las decisiones de la política de dividendos son en esencia el ejercicio de un juicio bien informado, no de decisiones que pueden cuantificarse con exactitud. Si los gerentes financieros quieren tomar decisiones racionales al respecto, habrán de tener en cuenta todos los factores que influyen en la política de dividendos.

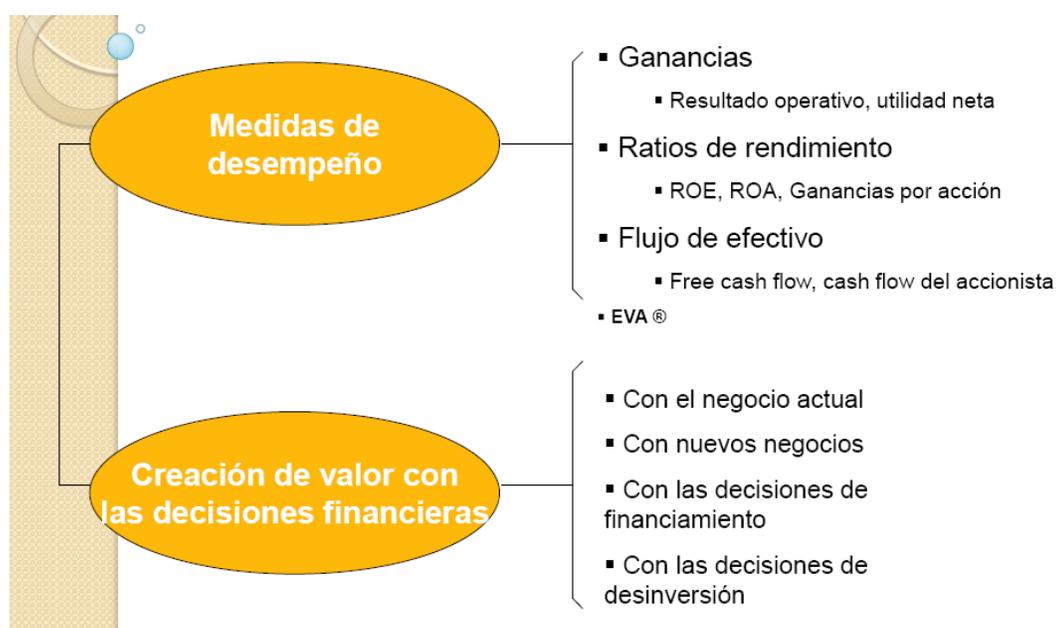
La política de dividendos no es una decisión independiente, se debe tener en cuenta:

- La presupuestación de capital, y
- La estructura de capital Este proceso conjunto se debe a la información asimétrica, que afecta a las acciones de los gerentes en dos formas:

En general los gerentes no quieren recurrir a nuevas emisiones de capital común, porque éstas suponen costos de flotación que pueden evitarse financiándose con utilidades retenidas.

La información asimétrica hace que los inversionistas vean en la emisión una señal negativa y que por lo mismo reduzcan sus expectativas acerca de las perspectivas futuras de la empresa (Alsasas, 2013).

Figura Número 2 La gestión Basada en el Valor.



Fuente. (Alsasas, 2013)

4.2. Estructura de Capital

Cuando se analiza la estructura de financiamiento de cualquier empresa encontramos la coexistencia de múltiples estructuras de capital alternativas. Dado que vivimos en un mercado de capitales imperfecto existe un sesgo hacia la preferencia por deuda respecto al capital debido a los beneficios impositivos. Sin embargo esto también tiene sus costos entre ellos el de la bancarrota y el hecho de tener que reportar a terceros fuera de la empresa, lo que nos lleva a determinar que la estructura de financiamiento no es irrelevante.

La estructura de capital es una de las áreas más complejas de la toma de decisiones financieras debido a su interrelación con otras variables de decisión financiera. Las malas decisiones sobre estructura de capital generan un costo de capital alto, reduciendo, por consiguiente, los VPN de los proyectos y haciendo que un mayor número de ellos sea inaceptable. Las decisiones eficaces sobre la estructura de capital reducen el costo de capital, generando VPN mas altos y proyectos más aceptables, aumentando así el valor de la empresa. (Gitman, 2014, p.451)

Es por esto que el Administrador de empresas es responsable de elegir una estructura de financiamiento que equilibre tales costos y beneficios. Lo cual lo realizará analizando las particularidades del negocio su preferencia por el riesgo y por compartir protagonismo. En la tabla 1 se muestran algunas de las condiciones existentes en el mercado de capitales que les han hecho merecer la clasificación de mercados de capitales perfectos e imperfectos.

Tabla 1 Características de mercados perfectos e imperfectos

Hipótesis de mercados perfectos	Algunas imperfecciones del mercado
1. Los mercados de capitales operan sin costo.	1. Costos de transacción para el inversor.
2. El impuesto sobre la renta de personas naturales es neutral.	2. Limitaciones al endeudamiento personal.
3. Los mercados son competitivos.	3. Diferente estructura impositiva de las personas físicas.
4. El acceso a los mercados es idéntico para todos los participantes de los mismos.	4. Acceso a la información con costo.
5. Las expectativas son homogéneas.	5. Costos de emisión.
6. La información no tiene costo.	6. Costos de dificultades financieras.
7. No existen costos de quiebra.	7. Costos de agencia.
8. Es posible la venta del derecho a las deducciones o desgravaciones fiscales.	8. Indivisibilidad de activos.
	9. Mercados limitados.

Fuente: (Gitman, 2014)

4.2.1 Tipos de capital.

Todos los rubros que se encuentran del lado derecho del balance general de la empresa, con excepción de los pasivos corrientes, son fuentes de capital. El siguiente balance general simplificado ilustra la división básica del capital total en sus dos componentes, capital de deuda y capital propio.

Tabla 2 Componente de la estructura de capital

BALANCE GENERAL			
	Pasivos corrientes	Capital	
	Deuda a largo plazo	deuda	
ACTIVOS	Patrimonio de los accionista		Capital
	Acciones preferentes		Total
	Capital en acciones comunes	Capital	
	Acciones Comunes	Propio	
	Ganancias retenidas		

Fuente: (Gitman, 2014)

Si nos imaginamos a la empresa como un pastel, la estructura de capital de la misma determina cómo se divide ese pastel. En otras palabras, ¿qué porcentaje del flujo de ingresos de la empresa va a los acreedores y qué porcentaje a los accionistas? Las empresas tienen mucha flexibilidad al elegir una estructura financiera.

Determinar si una estructura es mejor que cualquier otra para una determinada empresa debe ser el aspecto fundamental del tema de la estructura del capital. Por lo general, la empresa puede elegir cualquier estructura de capital que desee. Si así lo desea la administración, la empresa puede emitir algunos bonos o contratar deuda directa y utilizar los ingresos derivados de sus ventas para recomprar sus propias acciones, con lo que se reduciría la razón deuda/capital. De forma alternativa, podría emitir acciones comunes y utilizar el dinero para rembolsar parte de la deuda, con lo que se reduciría la razón deuda/capital. A este tipo de actividades, que modifican la estructura del capital actual de la empresa, se les denomina reestructuraciones de capital. Estas reestructuraciones suelen producirse cada vez que la empresa sustituye una estructura de capital por otra sin modificar los activos de la empresa (Suarez, 2012).

4.2.2 Estructura de capital Óptima.

El costo de capital es una tasa de referencia para tomar decisiones de presupuesto de capital. El riesgo de una acción ordinaria refleja el riesgo de los activos reales del negocio que posee la empresa. Los cambios en la estructura financiera afectan a la rentabilidad esperada. Tanto los accionistas como los prestamistas reciben una participación en los flujos de tesorería o caja de la empresa, y ambos soportan parte del riesgo. Por ejemplo, si los activos de la empresa se devalúan, es posible que no haya suficientes fondos en tesorería para pagar a los accionistas y a los prestamistas. Pero éstos últimos (los obligacionistas) soportan menores riesgos que los accionistas.

“El costo de capital de la compañía es relevante en las decisiones de presupuesto de capital, y no la rentabilidad esperada en acciones ordinarias” (Suarez, 2012, p.4). El costo de capital de una empresa es una media ponderada de las rentabilidades que los inversores esperan de varios títulos de deuda y de capital propio emitidos por la empresa. El costo de capital de la empresa está relacionado con la beta del activo de la empresa, no con la beta de las acciones ordinarias. La beta del activo puede ser calculada como la media ponderada de las betas de varios títulos.

La política de estructura de capital implica una inter compensación entre el riesgo y el rendimiento. Al usar una mayor cantidad de deudas aumenta el grado de riesgo de la corriente de utilidades de la empresa; sin embargo una razón de endeudamiento más alta generalmente conduce a una más alta tasa de rendimiento esperado.

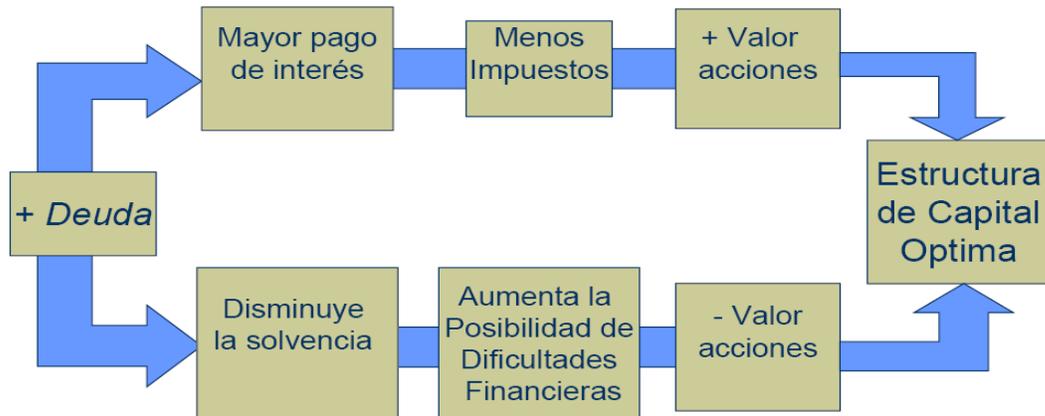
“La forma para determinar la estructura óptima de capital es aquella que maximice el precio de las acciones de la empresa y se vincula estrechamente con su costo de capital, y este tiene que ser minimizado” (UPIICSA, 2012, p. 25). Hay que aclarar que si no se consideran los impuestos, ni los costos de la situación financiera crítica, o cualquier otra imperfección, se observa que no existe una mezcla ideal. Pero por el contrario si se considera el efecto de los impuestos corporativos resulta que la estructura de capital tiene gran relevancia, ya que los intereses son deducibles de impuestos. Por otra parte se considera que la estructura de capital óptima es la que involucra el 100% de deuda, lo que no es algo que se observe en empresas sólidas.

Los costos asociados con la situación financiera crítica reducen el atractivo del financiamiento mediante deuda, y se tiene una estructura de capital óptimo cuando el ahorro neto en impuestos derivado de una unidad monetaria adicional de intereses es exactamente igual al incremento en los costos esperados de la situación financiera crítica.

Para seleccionar la razón deuda/capital de una empresa se deben hacer análisis de estructuras para tratar de obtener la combinación ideal que minimice el costo promedio ponderado, buscando lo mismo

que en las inversiones, maximizar el valor de toda la empresa. Es importante mencionar que el cambio en el valor de la empresa es igual al efecto neto que se produce para los accionistas. Por ello lo que viene a ser costo de capital para la empresa resulta rentabilidad o retorno para el accionista.

Figura numero 3 Estructura de capital.



Fuente: (Eucema, 2014)

¿Cuál es, entonces, una estructura de capital óptima, incluso si solo existe en teoría (hasta ahora)?

Donde:

- UAII = Utilidades antes de intereses e impuestos

$$V = \frac{UAII \times (1-T)}{CCPP}$$

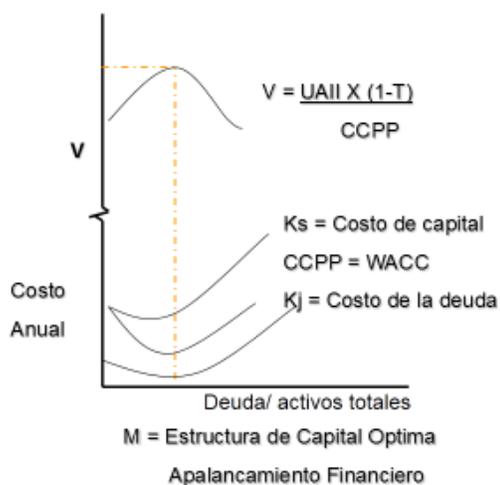
- T = Tasa Impositiva

- UAII X (1-T) = Utilidades operativas DI disponibles para el pago de la deuda y tenedores de acciones.

- CCPP = Costo de capital promedio ponderado

Fuente: (Gitman, 2014)

Figura numero 4 Representación Gráfica de la estructura de capital óptima.



Fuente: (Valle, 2010)

En el caso de los tipos de riesgo se pueden mencionar los siguientes:

Riesgo Comercial: Es el riesgo que la empresa no pueda cubrir sus costos operativos. Le afectan la estabilidad de ingresos, la estabilidad de costos y además el apalancamiento operativo. Cuando las empresas tienen alta volatilidad de demanda de producto y de precios tienen ingresos inestables que dan como resultado altos niveles de riesgo comercial. Cuanto más predecibles y estables sean los precios de los insumos (como mano de obra y materiales) menor será el riesgo comercial. Cuanto mayor es el apalancamiento operativo de la empresa mayor es el riesgo comercial. Las empresas con alto riesgo comercial tienden a estructuras de capital menos apalancadas, y las empresas con bajo riesgo comercial tienden a estructuras de capital más apalancadas.

Riesgo Financiero: La estructura de capital de la empresa afecta directamente su riesgo financiero, que es el riesgo de que la empresa no pueda cubrir sus obligaciones financieras requeridas.

El castigo por no cumplir con las obligaciones financieras es la bancarrota. El riesgo financiero depende de la decisión de la estructura de capital que tome la administración, y esa decisión se ve afectada por el riesgo comercial que enfrente la empresa. El riesgo total de una empresa determina (riesgo comercial y riesgo financiero combinados) determina su probabilidad de bancarrota.

De acuerdo a lo anterior es importante mencionar los factores que hay que considerar en la toma de decisiones para establecer una estructura de capital óptima.

Tabla numero 3 Factores de decisión para estructura de capital

Factores importantes que se consideran en la toma de decisiones de estructura de capital		
Referencia	Factor	Descripción
Riesgo Comercial	Estabilidad de ingresos	Las empresas ingresos estables y predecibles pueden adoptar estructuras de capital altamente apalancadas con más seguridad que las que tienen patrones volátiles de ingreso por ventas
	Flujo de Efectivo	Al considerar una nueva estructura de capital, la empresa debe enfocarse primero en su capacidad de generar los flujos de efectivo necesarios para cumplir sus obligaciones.
Costos de Agencia	Obligaciones Contractuales	Una empresa puede estar restringida contractualmente respecto del tipo de fondos que pueda obtener
	Preferencias de la administración	Una empresa impondrá una restricción interna sobre el uso de la deuda para limitar su exposición al riesgo a un nivel que sea aceptable para la administración
	Control	Una administración preocupada por el control puede preferir emitir deuda en vez de acciones ordinarias.

Información asimétrica	Evaluación externa de riesgo	La capacidad de la empresa para obtener fondos rápidamente y a tasas favorables depende de las evaluaciones externas acerca del riesgo de prestamistas y calificadoros de bonos.
	Oportunidad	Cuando el nivel general de las tasa de interés es bajo, el financiamiento mediante deuda podría ser más atractivo; cuando las tasas de interés son altas, vender acciones sería más tentador.

Fuente: (Valle, 2010)

4.2.3 Método para seleccionar la estructura de capital.

“El método o enfoque UAII-UPA para la estructura de capital presta atención a la selección de la estructura de capital que maximice las utilidades por acción (UPA), por encima del intervalo esperado de utilidades antes de intereses e impuestos (UAII)” (Gitman, 1997, p.505). Aquí la atención se centra en los efectos producidos por las diversas estructuras de capital sobre los rendimientos de los propietarios. Como una de las variables clave que afectan el valor de mercado de las acciones de la empresa son utilidades generales, las UPA pueden ser empleadas convenientemente para evaluar estructuras de capital alternativas.

La relación que se espera exista entre las utilidades por acción y la inversión de los propietarios no es una relación de causa y efecto. No obstante se espera que el movimiento de las utilidades por acción tenga algún efecto en la inversión de los propietarios ya que las UPA constituyen uno de los pocos elementos de información que reciben los inversionistas, y a menudo elevan o hacen descender el precio de las acciones de la compañía en respuesta al nivel de dichas utilidades.

Un método adecuado para hallar una coordenada UAII-UPA consiste en calcular el punto de equilibrio financiero, el nivel de UAII para el cálculo del valor UPA de las empresas es cero. Es el nivel de UAII que se necesita para cubrir todos los costos financieros fijos: interés anual (I) y dividendo de acciones preferente (DP). La ecuación para obtener el punto de equilibrio financiero es:

$$\text{Punto de equilibrio financiero} = I + (DP/1-T)$$

Fuente: (Gitman, 2014)

El aspecto más importante que ha de ser reconocido cuando se emplea el análisis de UAII-UPA, es que este enfoque tiende a concentrarse en la maximización de las utilidades, más que en la maximización de la inversión de los propietarios. Si los inversionistas no requieren primas de riesgos (rendimientos adicionales) al incrementar la empresa su proporción de deuda dentro de su estructura de capital lo cual implica una estrategia que maximice las utilidades por acción, podría también aumentar la inversión de los propietarios.

A fin de seleccionar la mejor estructura de capital se deben integrar tanto el rendimiento (UPA) como al riesgo (mediante el rendimiento requerido, ks) dentro del modelo de evaluación de forma congruente con la teoría de la estructura de capital antes presentada. (Gitman, 1997, p. 509)

Un esquema de maximización de la riqueza para usarlo en la toma de decisiones de estructura de capital debe incluir los dos factores principales de rendimiento y riesgo.

El aspecto más importante que ha de ser reconocido cuando se emplea el análisis de UAII-UPA, es que este enfoque tiende a concentrarse en la maximización de las utilidades, mas que en la maximización de la inversión de los propietarios. Aunque podría existir una relación positiva entre estos dos objetivos, la utilización de la técnica de maximización de las UPA no toma en cuenta al

riesgo. Si los inversionistas no requieren primas de riesgo (rendimientos adicionales) al incrementar la empresa su proporción de deuda dentro de su estructura de capital, lo cual implica una estrategia que maximice las utilidades por acción, podría también aumentar la inversión de los propietarios.

Como las primas de riesgo se incrementan en la medida en que aumenta el apalancamiento financiero, la maximización de las UPA no asegura la maximización de la inversión de los propietarios. A fin de seleccionar la mejor estructura de capital, se deben integrar tanto el rendimiento (UPA) como al riesgo (mediante el rendimiento requerido, k_s) dentro del modelo de la valuación, de forma congruente con la teoría de la estructura de capital antes presentada.

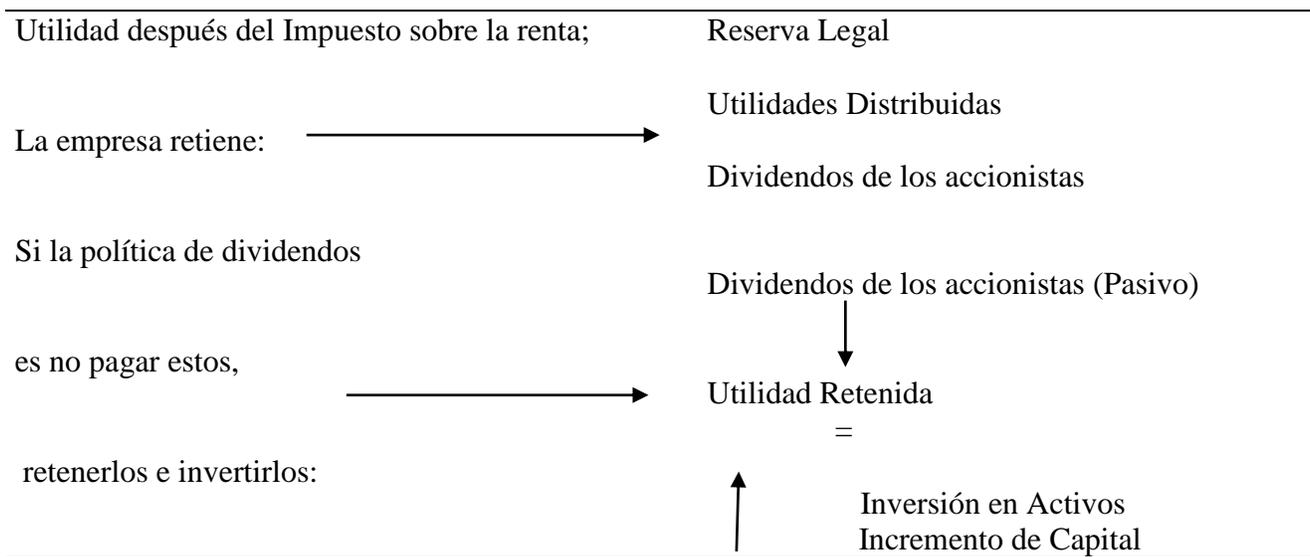
Vinculación: a fin de determinar su valor en diversas alternativas de estructura de capital, la empresa deberá hallar el nivel de rendimiento que espera percibir, para compensar a inversionistas y propietarios por el riesgo en que se incurre. Es decir, el riesgo asociado a cada estructura debe vincularse a la tasa de rendimiento requerida.

El valor de la empresa asociado a las estructuras de capital alternativas, se puede estimar mediante uno de los modelos estándar de valuación. Si, por motivos de simplificación, se supone que todas las utilidades se pagan como dividendos, podrá ser usado un modelo de valuación de crecimiento cero, las UPA sustituidas por dividendos, puesto que los dividendos equivaldrían cada año a las UPA.

$$P_0 = UPA / k_s$$

Por otra parte, debemos tomar en cuenta dos aspectos importantes a la hora de establecer métodos para evaluar y estructurar nuestro capital, como se muestra a continuación:

Tabla numero 4: La retención de utilidades incrementa el capital común respecto a la deuda.



Fuente: Propia

Tabla numero 5: Financiarse con utilidades retenidas es más barato que emitir nuevo capital común.

Costo de Financiación:

Costo con proveedores (crédito comercial)

Generalmente las empresas siempre tendrán financiamiento con sus proveedores y éste será, proporcionalmente, el mayor componente de los pasivos corrientes o circulantes en compañías no financieras. El motivo transaccional se ve reflejado en las cuentas por pagar cuando se carece de efectivo y favorece a la empresa que provee recursos pues puede llegar a especular en alguna forma con los precios. El costo del crédito comercial está representado por el porcentaje de descuentos perdidos por carecer de liquidez.

Costo con capital contable (acciones comunes)

Todo inversionista siempre está preocupado por su rentabilidad por acción, la cual depende de la eficiencia y eficacia de la empresa mostrada a través de los resultados reflejados en los dividendos generados. ¿Si se conociera el monto de los futuros dividendos, cuál sería el costo de la nueva emisión de acciones? En primera medida es necesario tener en cuenta que el valor presente de una acción no es más que el valor presente neto de los dividendos descontados a la tasa de oportunidad del accionista. También se hace necesario conocer la forma como el dividendo se va a comportar (política), es decir, va a permanecer constantes durante un periodo indefinido o por el contrario, va a tener una tasa determinada de crecimiento. Tal es la razón por la cual la financiación a través de nuevas acciones conlleva un costo mayor al costo de la deuda.

Costo con capital contable (utilidades retenidas)

Se ha mencionado que el costo de la deuda debería ser como mínimo el rendimiento esperado. Igualmente el costo de retener utilidades sería la rentabilidad que esperan los accionistas sobre sus acciones. Este costo también podría compararse con el costo de oportunidad. También es importante tener en cuenta que, al retener utilidades, la empresa se estaría financiando a través de un capital que es de propiedad de los accionistas, por lo tanto, podría parecerse a una emisión de acciones con la diferencia que ésta no tiene costos de emisión y que no alteraría la estructura accionaria de ese momento.

El costo de capital contable para utilidades retenidas es más bajo que el costo de capital vía emisión de acciones debido a que en él no se incorpora los gastos de emisión.

Fuente: Propia

4.3 Costo de capital

El costo de capital es la tasa requerida de retorno por aquellos que financian nuestra empresa. Los tenedores de bonos y los accionistas, están dispuestos a brindarnos capital siempre y cuando nuestra empresa les brinde un retorno requerido superior al que hubieran obtenido invirtiendo en otras empresas de similar riesgo a la nuestra.

Los componentes del capital (fuentes de financiamiento) son:

4.3.1 Costo de la deuda.

Cuando una empresa acude a un banco para solicitar un préstamo, la entidad financiera le concede el mismo, teniendo en cuenta los diversos riesgos a los que se encuentra expuesta la empresa.

La empresa, por su parte, deberá devolver el principal más los intereses dentro de un periodo determinado. Una empresa sólida, con un nivel de liquidez y solvencia adecuado y que, en términos generales, es de bajo riesgo, probablemente pagará una tasa de interés baja; ocurrirá lo contrario con una empresa de mayor riesgo que presenta un bajo nivel de liquidez y poco solvente. En el caso de que una empresa se endeude mediante un préstamo bancario, debemos considerar la tasa efectiva anual (TEA) como el costo de la deuda antes de impuestos.

El bono es un instrumento de deuda mediante el cual una empresa, un gobierno, un estado, etc., se compromete a pagarle al inversionista un flujo de intereses, conocidos como cupones, más el principal (valor facial) durante un periodo determinado. En el caso de las empresas, los bonos emitidos por estas se conocen como bonos corporativos. Las empresas pueden emitir bonos que presentan diversas características, tanto en el pago de los intereses como en el pago del principal, no obstante, en el presente trabajo consideraremos únicamente el bono bullet, el cual se caracteriza por el pago de cupones fijos (todos los cupones presentan el mismo monto) y del principal al vencimiento.

Algo que debemos tener en cuenta sobre el costo de la deuda, es que debemos calcularla teniendo en cuenta los costos predeterminados y no los costos históricos y al respecto lo siguiente: "Un aspecto

importante que debemos recordar es que los costos históricos son irrelevantes. Lo que interesa es el costo de conseguir nuevos préstamos o el rendimiento al vencimiento de los bonos que se tiene en circulación"(Tong J. 2010, p. 412).

Esto quiere decir que para calcular el costo de la deuda en el caso de una empresa que se endeuda mediante préstamos bancarios, debemos tener en cuenta el interés que deberá pagar si solicita un nuevo préstamo, y no el interés de un préstamo que ha solicitado con anterioridad, por ejemplo hace dos años.

Para calcular el costo de la deuda de una empresa que emite bonos, debemos tener en cuenta el rendimiento al vencimiento (RAV) de los bonos que ha emitido. Cuando hablamos de rendimiento al vencimiento, nos referimos a la tasa de descuento que iguala el precio de mercado de los bonos con el valor presente de los cupones y el valor facial que la empresa todavía no ha pagado. Fórmula para el cálculo del costo de la deuda:

<p>I: Interés Anual</p> <p>VN: Valor Nominal</p> <p>Nd: Ingresos obtenidos de la venta de la deuda (Obligación)</p> <p>n: Numero de años hasta el vencimiento de la obligación.</p>	$K_d = I + \frac{VN - Nd}{Nd} \cdot \frac{1}{2}$
---	--

Fuente: (Gitman, 2014)

4.3.2 Costo de las acciones preferentes.

Las acciones preferentes, por un lado se parecen a los bonos y por el otro se parecen a las acciones comunes; de ahí que algunos autores las llamen "instrumentos híbridos". Se parecen a los bonos porque pagan un flujo constante de dividendos y se parecen a las acciones porque permiten a quienes las poseen, tener voz (aunque no voto) en la junta general de accionistas.

Para calcular el costo de las acciones preferentes, debemos tener en cuenta el precio de mercado de estas y los dividendos que pagan. Generalmente las acciones preferentes son perpetuas y sus dividendos son constantes. Teniendo en cuenta esto, podemos calcular el costo de las acciones preferentes de la misma forma que una perpetuidad mediante la siguiente fórmula:

<p>K_p: Costo de las acciones preferentes D: Dividendos Precio Actual de la acción P_0: preferente</p>	$K_p = \frac{D}{P_0}$
--	-----------------------

Fuente: (Gitman, 2014)

4.3.3 Costo de las utilidades retenidas (acciones comunes).

Cuando una empresa obtiene utilidades en un periodo determinado, tiene básicamente tres opciones: reinvertir totalmente las utilidades, repartir totalmente las utilidades mediante dividendos o reinvertir una parte de las utilidades y repartir otra parte entre los accionistas.

Debemos tener en cuenta que las utilidades retenidas por una empresa sí tienen un costo, aunque inicialmente uno pueda pensar que no es así. Si la empresa decide reinvertir total o parcialmente las utilidades, debemos suponer que la empresa también pudo haber repartido estas utilidades retenidas entre los accionistas, entonces cabe preguntarse ¿en qué hubieran invertido las utilidades retenidas los accionistas? Lo más probable es que los accionistas hubiesen decidido invertir en otros valores con un riesgo similar a las acciones de nuestra empresa, y si es así, ¿cuál es el retorno que un inversionista requiere al adquirir las acciones de nuestra empresa o invertir en algún valor de riesgo similar al de nuestra empresa? Basándonos en el principio de costo de oportunidad, cuando una empresa retiene las utilidades, debe obtener un retorno superior al retorno requerido por el inversionista.

A diferencia del costo de la deuda o el costo de las acciones preferentes, los cuales hemos hallado sin mayor dificultad, en el caso del costo de las utilidades retenidas o costo de las acciones comunes como la llamaremos de ahora en adelante, surgen algunas complicaciones debido a que no podemos predecir con exactitud los dividendos futuros de las acciones o la variación del precio de estas durante un periodo determinado. Si no se puede predecir con exactitud lo anteriormente señalado, entonces tampoco se puede predecir con exactitud el retorno (costo de las acciones comunes) que obtendrá el inversionista al adquirir las acciones de nuestra empresa; sin embargo, debemos recordar que cuando una inversión entraña mayor riesgo, el inversionista exigirá un mayor retorno por asumir el mismo, o viceversa.

Existen diversos modelos que nos permiten determinar el costo de las acciones comunes, ya sea basándonos en el nivel de riesgo que presenta nuestra empresa o en el pronóstico de los dividendos futuros y la tasa de crecimiento del precio de nuestras acciones. Teniendo en cuenta esto, podemos calcular el costo de las acciones comunes de la misma forma que una perpetuidad mediante la siguiente fórmula:

$P_0 = \frac{D_1}{K_s - g}$	<p>P_0: Valor de la Acción Común D_1: Dividendo esperado por acción K_s: Rendim requerido sobre las acciones comunes g: Tasa de crecimiento constante</p>
-----------------------------	--

Fuente: (Gitman, 2014)

4.3.4 Costo de una acción común nueva.

Cuando una empresa va a emitir acciones comunes, acciones preferentes o bonos, recurre a un banco de inversión, el cual le cobra una comisión por los servicios prestados. Esta comisión cobrada por el banco de inversión se conoce como costo de flotación. Estos costos de flotación, aunque no

elevan el retorno requerido por el inversionista que adquiere las acciones que acaba de emitir nuestra empresa, sí eleva el retorno que debe obtener la empresa, pues es necesario cubrir el costo de flotación.

$K_e = \frac{D_1}{P_0 (1 - F)} + G$	K_e : Costo de una acción común nueva F : Costo de Flotación
-------------------------------------	---

Fuente: (Gitman, 2014)

4.3.5 Costo Promedio Ponderado de Capital.

Muchas veces las empresas recurren a diversas fuentes de financiamiento en lugar de una sola; es decir, pueden financiarse emitiendo tanto bonos como acciones.

Cuando una empresa recurre a diversas fuentes de financiamiento, tenemos que hallar el costo de capital de la empresa de forma tal que tenga en cuenta las proporciones de las fuentes de financiamiento. Si la empresa financia sus inversiones con un 50% de bonos y un 50% de acciones comunes, estas proporciones deben verse reflejadas en el costo de capital; a esto se le conoce como Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC, por sus siglas en inglés). Como complemento, podemos tener en cuenta a Tong J. (2010) quien señala lo siguiente: "El promedio se calculará teniendo en cuenta la participación o proporciones que intervengan en la financiación de la empresa.

Un aspecto muy importante es que estas proporciones deben medirse a valores de mercado y no de acuerdo a valores en libros" (p. 417).

No todas las empresas se financian de la misma manera; a algunas les conviene recurrir al endeudamiento, mientras que a otras les conviene retener las utilidades. Las proporciones se

determinan mediante la estructura óptima de capital, denominada así porque es la estructura de capital que minimiza el Costo Promedio Ponderado de Capital.

Tabla numero 6 Factores que afectan al WACC.

Factores que afectan el WAAC	Descripción
Factores que escapan al control de la compañía	
• Niveles de la tasa de interés	• En épocas en que la inflación es bastante elevada, el Banco Central suele elevar la tasa de referencia, la cual a su vez ocasiona un aumento en las demás tasas. Este aumento general de las tasas de interés provoca un aumento en el costo de todos los componentes del capital y, por consiguiente, en el WACC.
• Tasas Tributarias	• El principal efecto de las tasas tributarias se puede apreciar en el costo de la deuda. Cuando el impuesto a la renta aumenta, el costo de la deuda después de impuestos disminuye, por lo que resulta conveniente financiarse con deuda. El efecto de las tasas tributarias también se da también a través del impuesto a los ingresos y el impuesto a las ganancias de capital; por ejemplo si ocurre una disminución en el impuesto a las ganancias de capital, los inversionistas se van a mostrar más dispuestos a adquirir acciones y, por consiguiente, va a haber una disminución en el costo de las acciones comunes.
Factores que la compañía puede controlar	

-
- Políticas de la estructura de capital
 - La estructura de capital se refiere a la forma cómo se financia la empresa. De todos los componentes del capital, la deuda es la fuente de financiamiento más barata, sin embargo, un excesivo nivel de de deuda acrecienta las probabilidades de que quiebre una empresa y con ello el costo de la quiebra; por lo tanto, el WACC aumenta. Una empresa puede adoptar su estructura óptima de capital y con ello minimizar el WACC; sin embargo, ello no significa que todas las empresas se financien de acuerdo a su estructura óptima de capital.
 - Política de Inversión
 - Por lo general, las empresas invierten en proyectos que presentan un riesgo similar al giro del negocio; sin embargo, puede darse el caso de que algunas empresas decidan invertir en proyectos de bajo o alto riesgo en relación al riesgo de la empresa y cuando esto ocurre, hay un impacto en el WAAC.
 - Política de Dividendos
 - Anteriormente se señaló que, al obtener utilidades, una empresa puede retener las utilidades y reinvertirlas, repartir totalmente las utilidades entre los accionistas mediante dividendos o retener una parte de las utilidades y repartir la parte restante entre los accionistas: esto se conoce como política de dividendos. La política de dividendos, como señalan Brigham E. y Houston J. (2008, p. 523), se orienta a la maximización del precio de la acción mediante el equilibrio entre los dividendos que paga la empresa actualmente y la tasa de crecimiento de los dividendos en el futuro, la cual es posible reteniendo las utilidades. Por tal motivo, la política de dividendos incide en el WACC.
-

Fuente: Propia

V. Caso práctico

5.1 Perfil de la empresa

JASIL LOGISTICS, SA, fue resultado de dos empresas que se fusionaron en el año 2010, de manera estratégica para crear una agencia líder marítima, terrestre y aérea, de esta manera expandirse a lo largo de América Central. JASIL LOGISTICS S.A es una empresa para todas sus necesidades logísticas globales, ofrecen servicios personalizados para satisfacer sus necesidades y someterse regularmente a todo el mundo para cruceros FCL (carga completa de contenedores) y LCL (menos de cargas de contenedores), tanto para mar y aire. Ofrecen los servicios locales de entrega de camiones, así como los servicios de Centroamérica unidos y poseen propios almacenes aduaneros de cada país. Su casa en aduana de las casas corredoras de cada país contribuirá a acelerar su carga hasta su destino final. A través de sus diferentes representaciones, la expansión, y gracias a su excelente servicio atención al detalle y el enfoque de servicio al cliente, el grupo JASIL LOGISTICS domina actualmente el mercado en las rutas que representan, moviendo más de 20.000 contenedores al año en toda América Central. Las oficinas de JASIL funcionan de forma independiente en cada país (Belice, Guatemala, El Salvador, Honduras, Nicaragua, Costa Rica y Panamá), con controles financieros y sistemas de notificación centralizada a través de sus oficinas centrales en la Ciudad de Jinotega, Nicaragua.

5.1.1 Historia de las empresas.

JAIQUE MAT S.A y RETSI LOGISTICS S.A, ambas de nacionalidades Nicaragüense y constituidas conforme a las leyes de Centroamérica, operando como agencias de cargas terrestres.

JAIQUE MAT S.A fundada en 1996 por el Sr. Maycol Quezada, Gerente y propietario de la misma, una empresa familiar con 15.000 contenedores para atender las rutas de Nicaragua y el Salvador, en 1998 fundó oficinas en Belice y cubrió esta ruta también con una gran aceptación y reconocimiento de la calidad de sus servicios.

RETSI LOGISTICS S.A fundada en 1991 por el Lic. René Tercero, abogado y propietario de la misma, con 2.000 contenedores atendiendo la ruta de Nicaragua a Costa Rica subsistiendo de esta manera sin mucho afán, ocurriendo el mayor evento en 2008 cuando el Dr. Neftalí Alguera compro el 99% de las acciones de la empresa RETSI LOGISTICS S.A en una crisis económica que atravesaba dicha empresa y convirtiéndose en el dueño de esta.

En Diciembre de 2009 la agencia JAIQUE MAT S.A, representada en ese entonces por el Ing. Aurelio Rostrán propuso al Dr. Alguera la alianza estratégica conocida como fusión, donde ambas empresas se convertirían en JASIL LOGISTICS S.A, para emprender nuevas rutas.

JASIL LOGISTICS S.A creó nuevas rutas de operaciones aperturando en Guatemala Y Panamá, trayendo consigo la incorporación de 3.000 contenedores más como parte del crecimiento de sus activos y también ampliando la red de transportes de manera aérea y marítima para ofrecer una mayor calidad y eficiencia a nuevos clientes, sufragando sus necesidades.

El domicilio de JASIL LOGISTICS, SA es la Ciudad de Jinotega, en la República de Nicaragua, y sus oficinas corporativas se encuentran localizadas en Barrio San Isidro, del puente dos calles arriba. Los medios para establecer contacto con JASIL LOGISTICS, SA son los siguientes:

Teléfono : +505-8210-4194

Correo Electrónico : ir@jasillogistics_sa.com.ni

Dirección Internet : www.jasillogisticsa.com.ni

5.1.2 Visión y Misión.

MISION

Brindar un servicio de primera calidad en el transporte de su carga, cumpliendo con los estándares de seguridad, garantía y tiempos de entrega pactados con nuestros clientes.

VISIÓN

Ampliar nuestras rutas a nivel del continente americano cubriendo las exigencias y expectativas de nuestros clientes, teniendo costos competitivos en el mercado.

5.1.3 Objetivos estratégicos.

- Aumentar la cuota de mercado.
- Aumentar la competitividad, disminuido la estructura de costos
- Reforzar el liderazgo en el mercado de transportes en cisternas y crecer de forma sostenible en las áreas de negocio restantes.
- Diversificar y ampliar las áreas de negocio.
- Atender e integrar la innovación tecnológica del sector.
- Establecer colaboraciones estratégicas a escala en el continente Americano.
- Mejorar continuamente las prácticas de la Gestión de Calidad, Seguridad y Salud en el Trabajo, en HACCP, e implementar la Certificación en Medio Ambiente y SCAS.

5.1.4 Valores.

1. **HONESTIDAD:** Actuamos con rectitud e integridad, manteniendo un trato equitativo con todos nuestros semejantes.
2. **RESPECTO:** Guardamos en todo momento la debida consideración a la dignidad humana y a su entorno.
3. **RESPONSABILIDAD:** Cumplimos nuestro deber, haciendo nuestras las políticas y disposiciones de la Empresa.
4. **CONFIANZA:** Nos desempeñamos con exactitud, puntualidad, y fidelidad para fortalecer nuestro ambiente laboral.

5.1.5 Organización.

La empresa bajo análisis es un operador logístico del departamento de Jinotega, Nicaragua, que es resultado de la fusión de las empresas Jaique Mat S.A y RetSi S.A en el año 2010.

Con más de veinte años de prestación de servicios en comercio internacional cuenta con una sólida y confiable trayectoria en la actividad con experiencia de ambas empresas. La organización tiene una administración central en **Nicaragua**. A nivel internacional, la empresa tiene establecidas alianzas de cooperación en exclusividad, con importantes operadores logísticos que permiten ofrecer un servicio globalizado con cobertura a nivel Centroamericano. A través de los años, la empresa ha logrado obtener una posición de liderazgo, lo que se pone de manifiesto en el permanente contacto con compañías importadoras y exportadoras a las cuales brinda servicios integrales en comercio internacional.

Un operador logístico es aquella empresa que por encargo de su cliente diseña los procesos de una o varias fases de su cadena de suministro (aprovisionamiento, transporte, almacenaje, distribución

e incluso, ciertas actividades del proceso productivo), organiza, gestiona y controla dichas operaciones utilizando para ello infraestructuras físicas, tecnología y sistemas de información, propios o ajenos, independientemente de que presten o no los servicios con medios propios o subcontratados. En este sentido, el operador logístico responde directamente ante su cliente de los bienes y de los servicios adicionales acordados en relación con éstos y es su interlocutor directo.

Esta definición incluye algunos conceptos importantes:

- Por encargo de su cliente: Hace referencia a la existencia de un vínculo jurídico entre el operador y el cliente/propietario de los bienes, que implica que la función logística le es encomendada al primero por parte del segundo, es decir, el cliente externaliza esta parte de su ciclo de negocio.

- Diseña los procesos: El operador define y estructura las diferentes fases del proceso logístico por sí mismo o de común acuerdo con su cliente.

- Organiza, gestiona y controla las operaciones: Implica que el operador es quien controla la realización de todas las actividades del proceso, asignando los recursos necesarios para el cumplimiento de los "lead – time" o tiempos de entrega y planificando el correcto engranaje de las diversas fases del proceso.

- Infraestructuras, tecnología y sistemas de información: El operador logístico dispone para la realización de las actividades de medios de transporte y de almacenes donde depositar y manipular los bienes de su cliente y, además, aporta su propia tecnología y sistemas informáticos para organizar y gestionar todo el proceso.

- Medios propios o subcontratados: Es indiferente que el operador realice o no las operaciones directamente con sus propios recursos o que, por el contrario, subcontrate dichas labores con otras empresas.

- Bienes y servicios adicionales: El operador responde frente a su cliente de los bienes que le son entregados, lo que supone que asume el riesgo de pérdidas, deterioros y mermas en los stocks y de todos los servicios adicionales que con respecto a los mismos se acuerden, incluyendo el cumplimiento de los plazos de entrega.

- Interlocutor: El operador logístico es el canal de comunicación directo entre su cliente y el receptor de los bienes. Ambos dirigen directamente sus consultas, incidencias y otros aspectos del suministro de los bienes al operador logístico.

Ver Anexo

Rubros que abarca la empresa:

a) Transporte marítimo, importación y exportación:

- Transporte marítimo de contenedores completos (FCL, Full Container Load), cargas parciales (LCL, Less Container Load), carga IMO (International Maritime Organization) y refrigerada.
- Logística y consolidación de cargas en el exterior. • Seguimiento de órdenes de compra con proveedores del exterior. • Entregas puerta a puerta en el exterior.
- Tránsitos al interior del país.
- Nexos con proveedores del exterior y servicio personalizado para el seguimiento de embarques.
- Seguro sobre el transporte de la mercadería.

b) Transporte terrestre, importación y exportación:

- Servicio de transporte terrestre internacional para carga general de importación y exportación.
- Tráficos cargas consolidadas - LCL (Less Container Load). • Seguro sobre el transporte de la mercadería.
- Despachos aduaneros de exportación, importación definitiva y temporal multimodal.
- Servicio de transporte multimodal al interior y zonas francas, transporte terrestre, ferrocarril.
- Tránsitos - coordinación portuaria.
- Embarques vía puertos/aeropuertos chilenos como alternativa de cargas a puertos costa pacífica y oriente.

c) Operación de logística integrada de comercio exterior: Para aquellas empresas que manejan políticas internas de tercerización de servicios relacionados con áreas específicas, la organización posee un departamento de diseño de procesos integrales que provee servicios a medida para clientes que en mayor o menor grado se encuentren interesados en derivar actividades fuera de su organización. 8 Las distintas gestiones que pueden ser comprendidas dentro de una operación logística integral de comercio exterior comprende:

- Transportes internacionales (marítimos, aéreos, terrestres).
- Despachos aduaneros de importación o exportación.
- Manejo y administración de importaciones temporales.

- Manejo y administración de reintegros a la exportación.
- Generación y seguimiento de órdenes de compra de importación.
- Generación de documentación de exportación: facturas, certificados, etc.
- Generación y envío de documentación a clientes del exterior por cuenta del cliente.
- Manejo de stock en depósito y zonas francas.
- Provisión de seguros sobre mercadería y cauciones.
- Envío de muestras.

5.2 Planteamiento del problema.

El análisis financiero esbozado a continuación se origina con la fusión de dos empresas dedicadas al transporte de carga, siendo la principal razón de este proceso las afectaciones que sufrirá la estructura de capital y el costo de capital mismo de la empresa JaSil Logistics S.A, por los cambios realizados en sus políticas de dividendos, permitiendo a los socios conocer la valorización de sus acciones a percibir, ya que pueden aumentar estas utilidades por acción con la modificación de las políticas de dividendos que se presentan en dicha empresa, sabiendo que este el objeto que se persigue al asumir los riesgos en una inversión para todo socio y mostrando el costo de capital que puede resultar también con las modificaciones como un atractivo financiero.

5.2.1 Políticas de dividendos de la empresa Jaique Mat S.A al cierre de año de 2009 antes de la fusión.

En Asamblea extraordinaria de sesión con fecha de 03 de Diciembre de 2009 la junta directiva de acciones citó las siguientes políticas de dividendos:

La empresa costeo dividendos a razón de pago de dividendos constantes estableciendo un porcentaje del 45 % de las utilidades distribuibles del ejercicio contable destinados con el fin antes mencionado, para lo cual se establecieron 4 periodos de pagos de dividendos, de los cuales se dieron a conocer la calendarización de manera posterior. Se estableció en su momento un porcentaje del 45% de cada unidad monetaria presentada en utilidades distribuibles para el pago de dividendos, en caso de que cierre de periodo contable del ejercicio anterior al periodo de pago de dividendos presentará utilidad contable con una variación negativa superior al 40% respecto al monto de utilidades distribuibles del periodo anterior, el porcentaje de aplicación para el pago de dividendos a las utilidades distribuibles disminuiría en un 15%, cuando presente pérdida contable en el ejercicio anterior al periodo de pago de dividendos NO se pagarían dividendos en efectivos.

Los dividendos que pagó la empresa fueron provenientes de las utilidades contables generadas de cada periodo.

El monto de los dividendos dependió principalmente de los resultados de operación, la situación financiera como los proyectos futuros, los requerimientos de capital y otras consideraciones generales de negocio de la compañía, así como de otros factores que el consejo de administración y los tenedores de acciones preferentes consideraron importantes.

De conformidad con los estatutos de la empresa JAIQUE MAT S.A, las utilidades netas se aplicaron de la siguiente manera: a) Debió separarse al menos un 5% (cinco por ciento) de las utilidades netas para constituir la reserva legal, hasta que el monto de dicha reserva fuese por lo menos

igual al 20% del capital social. b) Si la asamblea de accionista lo determinó se pudo crear o incrementar las reservas de capital que estimaran conveniente. c) Las cantidades que determinaron la asamblea se aplicaron para cubrir los dividendos que acordó la misma. d) Las utilidades remanentes se aplicaron en la forma que determino la asamblea de accionistas.

Los dividendos sobre acciones representadas por títulos o certificados físicos fueron pagados a la presentación del cupón correspondiente. De existir certificados provisionales al momento de decretarse el dividendo y si dicho certificado provisionales no tuvieron cupones adheridos, se pagó el dividendo con el recibo correspondiente.

De acuerdo con la ley de ISR los dividendos que se pagaron a personas físicas residentes en el país, serán objeto de una retención del 10% en concepto de impuesto sobre la renta. En caso de repartir utilidades que no hubieran causado el impuesto aplicable a la compañía, este tuvo que pagarse al distribuir el dividendo. Por lo anterior, la compañía debió llevar la cuenta de utilidades sujetas al pago de impuestos.

5.2.2 Estructura de capital de la empresa Jaique Mat S.A.

A continuación se detalla el costo de las acciones comunes que presentó la empresa de transporte de carga, Jaique Mat S, A, tomando en cuenta las variaciones de los años 2004 hasta el año antes de la fusión de la empresa 2009.

Cuadro 1. Variaciones de los últimos seis años de la empresa Jaique Mat S.A

Periodo	Monto dividendo pagado por acción	Variaciones
2004-	1.5	0.5
2005-	2	-0.2
2006-	1.80	0.5
2007-	2.30	-0.43
2008-	1.87	0.43
2009-	2.30	0.8
		13.33%

Estas variaciones son necesarias para comprender dicha estructura de capital de la empresa.

Ver Anexo Calculo Precio de la acción común

La estructura de capital de la empresa Jaique Mat S.A estaba compuesta de la siguiente manera según lo presentado en el grupo patrimonio, con saldos al 31 de Diciembre de 2009 en los estados financieros auditados:

Cuadro 1.1 Estructura de Capital de Jaique Mat, S.A.

Concepto	Monto	% De Total Patrimonio	Costo de acciones comunes	Costo de Capital
Capital Emitido	2,140,000.00	56.04	0.25	14.01
Utilidad y/o perdida de periodos anteriores	1,536,899.21	40.25	0.25	10.0625
Reserva Legal	74,156.30	1.94	0.25	0.485
Donaciones	55,209.02	1.45	0.25	0.3625
Superávit por revaluación	12,202.46	0.32	0.25	0.08
Total Patrimonio	3,818,466.99	100		25.00

Como se observa en el cuadro 1.1 la estructura de capital de Jaique Mat, S.A se dispuso totalmente de acciones comunes que se distribuyeron en los porcentajes detallados en dicho cuadro, cabe resaltar que dicha empresa no presentó en su estructura de capital fuentes de financiamiento adquirido a través de emisión de deuda o compromisos futuros.

5.2.3 Políticas de dividendos en la empresa RetSi Logistics S.A al 31 de Diciembre de 2009, antes de la fusión.

De acuerdo a la junta directiva de acciones de la empresa RetSi Logistics S.A, en asamblea ordinaria fecha el 18 de Diciembre de 2009 se decretaron las siguientes políticas en función de los dividendos para el reparto de utilidades del ejercicio contable 2009:

Retsi Logistics pagó dividendos al cierre trimestral del periodo contable que presentó beneficios económicos, para lo cual se estableció el pago de US\$ 1.2 por acción común hasta que las utilidades pagadas por acción rebasaron los US\$ 5.00 durante 3 años consecutivos, en ese punto los dividendos anuales se elevaron a US\$0.95 por acción común y se estableció un nuevo nivel de utilidades por acción. Retsi Logitics anunció reducciones o modificaciones en el pago de dividendos en situaciones en la que la liquidez estuvo en riesgo.

Los dividendos fueron pagados a los accionistas de las utilidades contables generadas por las actividades operacionales de la empresa. La junta general de accionistas decidió el tiempo, forma de pago y cuantía, referente al pago de los mismos. Se estableció una reserva legal la cual no debió ser inferior al 5% (cinco por ciento) de las utilidades contables del periodo, dicha reserva legal pudo llegar a ser de hasta un 20% del capital social.

La porción de utilidades distribuibles que no fueron destinadas para el pago de dividendos previa autorización de la junta general de accionistas, pasaron a formar parte del patrimonio de la empresa como resultados acumulados.

5.2.4 Estructura de capital de la empresa RetSi Logistics S.A

A continuación se detalla el costo de las acciones comunes que presentó la empresa de transporte de carga, Retsi Logistics S, A, tomando en cuenta como referencia las variaciones de los años 2004 hasta el año antes de la fusión de la empresa 2009.

Cuadro 2. Variaciones de los últimos seis años de la empresa Retsi Logistics S.A

Periodo	Monto dividendo pagado por acción	Variaciones
2004-	1.3	-0.2
2005-	1.1	-0.6
2006-	0.50	0
2007-	0.50	0.50
2008-	1.00	0.2
2009-	1.20	-0.1
		-1.67%

Estas variaciones son necesarias para comprender dicha estructura de capital de la empresa.

Ver Anexo Calculo de precio de la acción común

Presentación de la estructura de capital de la empresa RetSi Logistics S.A al 31 de Diciembre de 2009:

Cuadro 2.2 Estructura de Capital de Retsi Logistics, S.A.

Concepto	Monto	% De Total Patrimonio	Costo de acciones comunes	Costo de Capital
Capital Social	1,200,000.00	50.55	0.15	7.5825
Utilidad y/o perdida de periodos anteriores	1,123,990.13	47	0.15	7.05
Reserva Legal	58,532.09	2.45	0.15	0.3675
<i>Total Patrimonio</i>	<i>U\$ 2,382,522.22</i>	<i>100</i>		15.00

En el cuadro 2.2 puede observarse la estructura de capital de Retsi Logistics, dicha estructura de capital no presentó financiamiento por emisiones de deudas o compromisos futuros y el capital social representó el 50.55% del total de la estructura de capital presentada seguida de las utilidades y/o perdidas de periodos anteriores que representaron porcentualmente un 47%, finalmente la reserva legal representó solamente un 2.45% muy por debajo de lo establecido.

5.2.5 Comparativo de las políticas de dividendos de las empresas antes de fusionarse

Cuadro 3. Comparativo de Políticas de Dividendos

Jaique Mate, S.A. versus Retsi Logistics.

Empresa	Jaique Mat, S.A.	Retsi Logistics
Parámetro		
Periodo de pago	Trimestral	Cuatrimestral
Porcentaje a pagar sobre utilidades distribuibles	45%	N/D
Dividendo a pagar por acción	US\$2.3	US\$ 1.2
Restricciones de pago	Si	No
Disminución de pago de Dividendo en caso de baja en Utilidades	Si	No

Origen: Datos ficticios, solamente a modo de ilustración

Se observa en el caso de Jaique Mat S.A que el periodo de pago establecido de los dividendos era de manera trimestral y Retsi Logistics los pagaba de manera cuatrimestral, otra diferencia encontrada fue que Retsi no tenía un porcentaje a pagar sobre las utilidades distribuibles, el dividendo que pagaba Jaique Mat era en un 52.17% más alto, sujeto a la rentabilidad de las acciones comunes generadas.

5.3 Políticas de Dividendos de JaSil Logistics S.A

Política y procedimiento de dividendos en la empresa Jasil Logistics S. A, fundada en el año 2010.

Se acuerda una política general para el pago de dividendos en el cual se distribuirá el 40% de las utilidades líquidas del ejercicio mediante la distribución de un dividendo provisorio y que la junta general de accionistas decidirá en el último trimestre del año y un dividendo definitivo a distribuir con posteridad a la junta ordinaria de accionistas. Se pagará un total de US\$ 2.90 en concepto de dividendos por acción.

La junta general de accionistas establece en asamblea ordinaria la distribución de dividendos adicionales en la medida que existan utilidades y líquidas para su pago.

La junta general de accionistas podrá decidir el no pago de dividendos teniendo en consideración las necesidades financieras de la empresa, el entorno económico u otros factores que pongan en riesgo la continuidad operativa de la empresa, creando a su vez una política de capitalización de las utilidades retenidas siempre y cuando estas utilidades estén destinadas a reinvertirse en actividades económicas relacionadas o no al giro comercial de la empresa.

Se determina la creación de la reserva legal en un 10% la cual pueda representar hasta un 25% del patrimonio de la empresa.

La junta general de accionistas decidirá si los dividendos deben de ser pagados en efectivos o acciones; o de ambas maneras según se considere necesaria.

5.4 Afectación realizada a la estructura de capital

A continuación se detalla el costo de las acciones comunes que presentó la empresa de transporte de carga, Retsi Logistics S, A, tomando en cuenta como referencia las variaciones de los años 2010 hasta el año 2012.

Cuadro 4. Variación en los dos últimos años de la empresa, periodo 2010-2012

Periodo	Monto Dividendo pagado por acción	Variación
2010	2	
2011	2.2	0.2
2012	2.9	0.7
Total Variación		0.9

Ver Anexo Calculo de precio de la acción común

Ver Anexo Calculo UPA Jasil Logistics S.A

Cuadro 5. Costo de capital de la empresa JaSil Logistics S.A

Concepto	Monto	% De Total Patrimonio	Costo de acciones comunes	Costo de Capital
Capital Social	3,559,356.00	85.77	0.18	15.44
Utilidad y/o perdida de periodos anteriores	512,594.67	12.35	0.18	2.22
Reserva Legal	77,891.49	1.88	0.18	0.34
Total Patrimonio	4,149,842.16	100.00		18.00

Ver Anexo 6 Estados Financieros Empresa Jasil Logistics S, A

El capital está dividido en 197,742 acciones de valor nominal de 18 dólares y el costo promedio ponderado de la empresa Jasil Logistics S.A es de un 18% con una utilidad por acciones de 2.59, lo que nos muestra que el costo de capital de ambas empresas ahora fusionado alcanza un equilibrio y según con la política establecida para dicha empresa se genera un pago de dividendo de US\$ 2.9 por acción,

una tasa de endeudamiento de 0% ya que la empresa sigue sin financiarse con deuda, a pesar que conserva en sus políticas un plan de reinversión de las utilidades retenidas.

5.5 Ventajas y desventajas de dichos cambios en las políticas de dividendos y la estructura de capital de la empresa surgida

Ventajas

Retomando el cuadro comparativo de las políticas de dividendos podemos determinar que:

1. Se cuenta con un periodo de pago de dividendos establecido, brindando seguridad a los accionistas en cuanto a lo esperado.
2. La empresa actualmente no contrae deuda para financiar sus proyectos financieros, mostrándose solvente y rentable.
3. El dividendo a pagar por acción aumento en un 39% si se suman ambos dividendos pagados en las empresas anteriores.

Desventaja

1. Existen restricciones de pago de dividendos.
2. El costo promedio ponderado del capital se encuentra alto, lo cual significa que la tasa de retorno no se ve atractiva.
3. La empresa debería invertir la plusvalía de sus acciones, lo cual podrá considerarse como una estrategia de mercado.

5.6 Conclusiones del caso

Debemos estar claros que las empresas buscan como subsistir en un mundo competitivo y este fue el caso de la necesidad de fusionar estas empresas de transporte de carga, persiguiendo un mejor costo de capital para ofrecer a los inversionistas una opción de aumentar sus beneficios y colaborar con la empresa naciente para continuar operando.

Jasil Logistics durante el proceso de fusión emprendió modificando las políticas de dividendo, de esta manera tratando de reducir los riesgos financieros y comerciales y estableciéndose con parámetros comparativos del historial de las empresas disueltas, para esto necesitó la aprobación y creación de nuevas políticas a través de la convocación de asambleas extraordinarias donde se decidiera y se planeara financieramente el futuro de los beneficios de cada socio sin afectar el incremento de sus propias ganancias.

En este transcurso se mantuvo la estructura de capital constituida por un capital de acciones comunes valiéndose de que esta es una empresa con un buen flujo de efectivo, cumpliendo primero con sus obligaciones y también tomando en consideración que no posee restricciones contractuales, esto establecido en sus políticas de dividendos donde dictan que los fondos obtenidos pueden utilizarse en la giro o no de la empresa, así mismo se puede concluir que la empresa toma en cuenta dos principios muy decisivos en su planeación financiera: La retención de utilidades incrementa el capital común con respecto a la deuda y financiarse con utilidades retenidas es más barato que emitir capital nuevo por los costos que genera esta emisión.

VI. Conclusiones

Se analizaron las afectaciones de la estructura de capital de la empresa Jasil Logistics S,A ante los cambios en las políticas de dividendos durante el periodo 2010-2012 donde la empresa surgió como resultado de una fusión entre las empresas de estudio dedicadas al transporte de carga.

Este análisis condujo al estudio y conocimiento primeramente de las políticas de dividendos que presentaba cada empresa por separado, antes del proceso de fusión, demostrando comparativamente uno a uno los cambios practicados en la manera de distribuir estos mismos durante el periodo 2010-2012.

Se logró identificar la afectación realizada en la estructura de capital, para lo cual se concluye que la empresa a través de su fusión continuó estructurándose con un capital por acciones comunes y no financiándose con deuda.

De hecho se determinaron las ventajas y desventajas que trajo consigo la fusión de estas empresas, señalando uno de los grandes logros que fue ponderizar el costo de capital de la empresa Jasil, de manera tal que pueda verse atractiva en el mercado y consiga venderse a los accionistas minimizando el riesgo de los que invierten.

VII. Referencias bibliográficas

(2010). En T. J..

Alsasas. (21 de Septiembre de 2013). *Personal/Alsasas*. Obtenido de Personal/Alsasas:

<http://www.uv.mx/personal/alsasas/files/2013/09/POLITICA-DE-DIVIDENDOS.pdf>

Andres, E. (Junio de 2009). *monografias.com*. Obtenido de monografias.com:

<http://www.monografias.com/trabajos99/estructura-capital-y-politicas-de-dividendos/estructura-capital-y-politicas-de-dividendos2.shtml>

Besley, S. (2002). *Fundamento de Administracion Financiera*. Mexico: Timarza.

Emery, D. (2000). *Fundamentos de Administracion Financiera*. Mexico: México :Prentice-Hall.

Eucema. (11 de 2014). *ucema.edu.ar*. Obtenido de ucema.edu.ar:

http://www.ucema.edu.ar/u/gl24/Slides/Estructura_de_capital_optima.pdf

Gitman, L. (1997). *Fundamentos de la Administración Financiera*.

Gitman, L. (2014). *Administracion Financiera*. Mexico: San Benito.

Suarez, J. (14 de Octubre de 2012). *Wordpress.com*. Obtenido de Wordpress.com:

https://alijaviersuarez.files.wordpress.com/2012/10/material-de-apoyo_estructura-y-costo-de-capital_polc3adtica-de-dividendos.pdf

UPIICSA. (25 de Septiembre de 2012). *upiicsa.ipn.mx*. Obtenido de upiicsa.ipn.mx:

http://www.sites.upiicsa.ipn.mx/polilibros/portal/polilibros/p_terminados/Admon%20fin/UMD/unidad%207/ADMINISTRACION%20FINANCIERA-112.htm

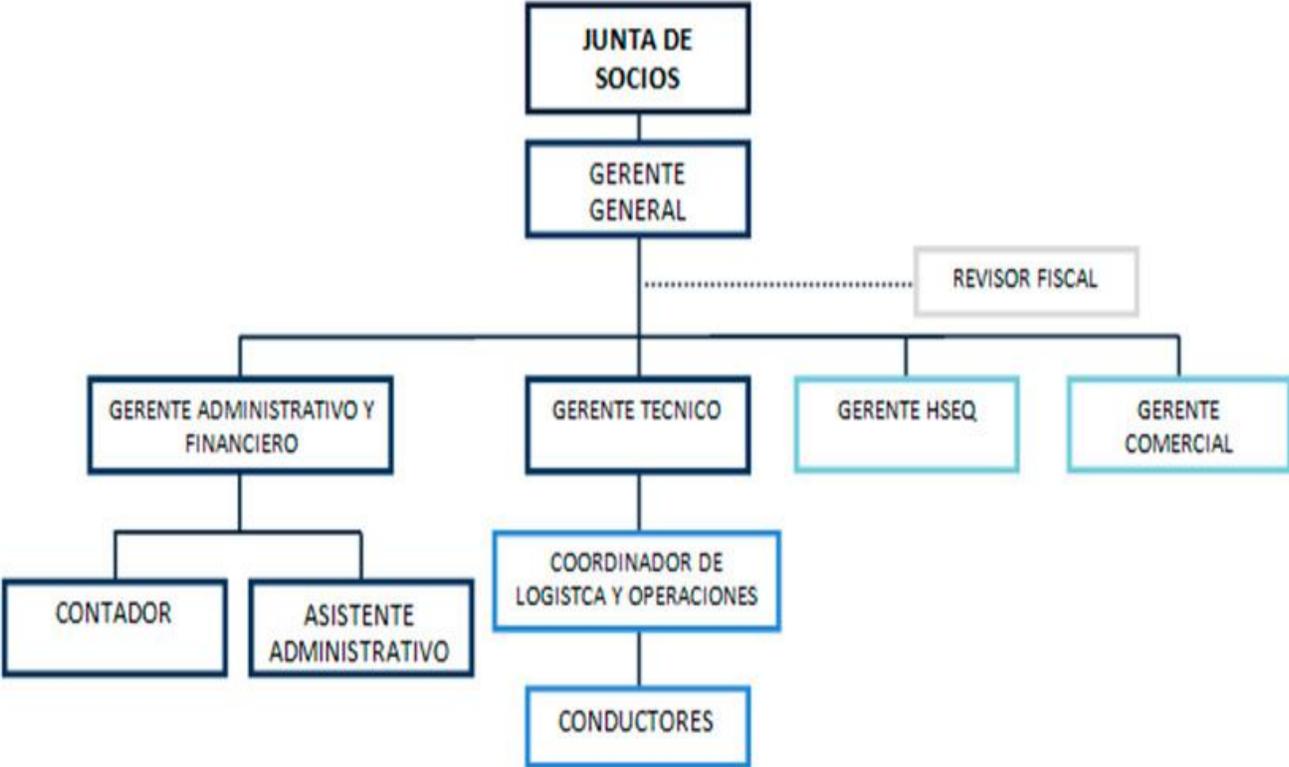
Valle, M. (15 de Marzo de 2010). *Slide Player*. Obtenido de Slide Player:

<http://slideplayer.es/slide/5380013/>

Van Horne, J. (2010). *Fundamento de Administracion financiera*. Mexico: Pearson Educacion.

VIII. Anexos

Organigrama de la empresa Jasil Logistics S.A



Anexo Calculo de precio de acción común.

Empresa Jaique Mat S.A

-El capital estuvo dividido en 85,600 acciones con un valor nominal de US\$ 25 dólares.

El precio por acción es igual a:

Po: Precio por acción= ¿?

D1: Dividendo a pagar= 2.3

Ks: Rendimiento requerido sobre las acciones comunes= $2.3/25 = 9.2$

g: Tasa de crecimiento constante= 0.1333

Aplicando formula:

$Po = 2.30 / (9.20 - 0.1333) = \text{Precio por acción común: } 0.25$

Anexo Calculo precio de acción común

Empresa Retsi Logistics S.A

-El capital estuvo dividido en 80,000 acciones con un valor nominal de US\$ 15 dólares.

El precio por acción es igual a:

Po: Precio por acción= ¿?

D1: Dividendo a pagar= 1.2

Ks: Rendimiento requerido sobre las acciones comunes= $1.2/15 = 8$

g: Tasa de crecimiento constante= (-1.67)

Aplicando formula:

$Po = 1.2 / (8 - (-1.67)) = \text{Precio por acción común: } 0.15$

Anexo Calculo precio de acción común

Empresa Jasil Logistics S.A

-El capital estuvo dividido en 197742 acciones con un valor nominal de US\$ 18 dólares.

El precio por acción es igual a:

Po: Precio por acción= ¿?

D1: Dividendo a pagar= 2.9

Ks: Rendimiento requerido sobre las acciones comunes= $2.9/18 = 16.11$

g: Tasa de crecimiento constante= 0.30

Aplicando formula:

$Po = 2.9 / (16.11 - 0.30) = \text{Precio por acción común: } 0.18$

Anexo Calculo UPA

Empresa Jasil Logistics S.A

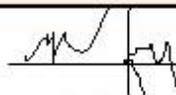
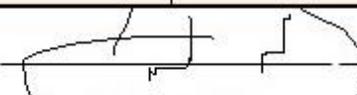
UAI	732,278.10
Intereses	-
UAI	732,278.10
Impuesto (30%)	219,683.43
Utilidad Neta	512,594.67
# acciones	197,742
UPA	2.59

Anexo Estados Financieros

Empresa de transporte de carga Jasil Logistics S.A

Estado de situación financiera al 31 de Diciembre de 2012

Activos		Pasivos	
Efectivo	651,124.22	Acreedores	40,000.00
Inventarios	2,932,471.00	Documentos por pagar	15,000.00
Deudores comerciales	60,000.00		
Total activo circulante	3,643,595.22	Total pasivo neto	55,000.00
Propiedad planta y equipos		Patrimonio neto	
Total activo no circulante	561,201.94	I. Capital social	3,559,356.00
		II. Utilidad y/o perdida de periodos anteriores	512,549.67
		III. Reserva Legal	77,891.49
		Total patrimonio	4,149,797.16
TOTAL	US\$ 4,204,797.16	TOTAL	US\$ 4,204,797.16

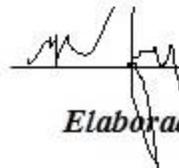
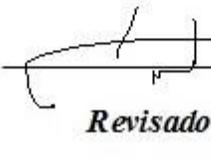

Elaborado por *Revisado por* *Autorizado por*

Empresa de transporte de carga Jasil Logistics S.A

Estado de Resultado

Del 01 de Enero al 31 de Diciembre de 2012

Ventas	1,457,894.00
Costo de Ventas	670,402.66
Utilidad Bruta	787,491.34
Gastos Fijos	36,213.24
Depreciacion	19,000.00
UAI	732,278.10
Intereses	-
UAI	732,278.10
Impuesto sobre la renta 30%	219,683.43
Utilidad Neta	US\$ 512,594.67

 *Elaborado por*  *Revisado por*  *Autorizado por*