



Sustento del uso justo
de **Materiales Protegidos**
derechos de autor para
fines educativos



UCI

Universidad para la
Cooperación Internacional

UCI

Sustento del uso justo de materiales protegidos por Derechos de autor para fines educativos

El siguiente material ha sido reproducido, con fines estrictamente didácticos e ilustrativos de los temas en cuestión, se utilizan en el campus virtual de la Universidad para la Cooperación Internacional – UCI - para ser usados exclusivamente para la función docente y el estudio privado de los estudiantes en el curso “Análisis Económico y Financiero de Inversiones de Negocios” perteneciente al programa académico MLGA.

La UCI desea dejar constancia de su estricto respeto a las legislaciones relacionadas con la propiedad intelectual. Todo material digital disponible para un curso y sus estudiantes tiene fines educativos y de investigación. No media en el uso de estos materiales fines de lucro, se entiende como casos especiales para fines educativos a distancia y en lugares donde no atenta contra la normal explotación de la obra y no afecta los intereses legítimos de ningún actor.

La UCI hace un USO JUSTO del material, sustentado en las excepciones a las leyes de derechos de autor establecidas en las siguientes normativas:

- a- Legislación costarricense: Ley sobre Derechos de Autor y Derechos Conexos, No.6683 de 14 de octubre de 1982 - artículo 73, la Ley sobre Procedimientos de Observancia de los Derechos de Propiedad Intelectual, No. 8039 – artículo 58, permiten el copiado parcial de obras para la ilustración educativa.
- b- Legislación Mexicana; Ley Federal de Derechos de Autor; artículo 147.
- c- Legislación de Estados Unidos de América: En referencia al uso justo, menciona: "está consagrado en el artículo 106 de la ley de derecho de autor de los Estados Unidos (U.S.Copyright - Act) y establece un uso libre y gratuito de las obras para fines de crítica, comentarios y noticias, reportajes y docencia (lo que incluye la realización de copias para su uso en clase)."
- d- Legislación Canadiense: Ley de derechos de autor C-11– Referidos a Excepciones para Educación a Distancia.
- e- OMPI: En el marco de la legislación internacional, según la Organización Mundial de Propiedad Intelectual lo previsto por los tratados internacionales sobre esta materia. El artículo 10(2) del Convenio de Berna, permite a los países miembros establecer limitaciones o excepciones respecto a la posibilidad de utilizar lícitamente las obras literarias o artísticas a título de ilustración de la enseñanza, por medio de publicaciones, emisiones de radio o grabaciones sonoras o visuales.

Además y por indicación de la UCI, los estudiantes del campus virtual tienen el deber de cumplir con lo que establezca la legislación correspondiente en materia de derechos de autor, en su país de residencia.

Finalmente, reiteramos que en UCI no lucramos con las obras de terceros, somos estrictos con respecto al plagio, y no restringimos de ninguna manera el que nuestros estudiantes, académicos e investigadores accedan comercialmente o adquieran los documentos disponibles en el mercado

editorial, sea directamente los documentos, o por medio de bases de datos científicas, pagando ellos mismos los costos asociados a dichos accesos.

Finanzas como área de estudio

OA 1

Se requiere de por lo menos un curso de administración financiera para la mayoría de las especializaciones empresariales. ¿Por qué piensa usted que la exposición a sus principios y prácticas es importante, sea que esté planeando una especialidad en administración financiera o no? Antes de continuar con esta lectura, dedíquese un momento para contestarse esta pregunta.

El campo de las finanzas es amplio y dinámico. Afecta directamente las vidas de cada persona y cada organización, financiera o no financiera, privada o pública, grande o pequeña, lucrativa o no lucrativa. Existen numerosas áreas de estudio en las cuales se encuentran disponibles diversas oportunidades de desarrollo dentro del campo financiero.

¿Qué son las finanzas?

Las finanzas pueden ser definidas como el arte y ciencia de administrar el dinero. Prácticamente todos los individuos y todas las organizaciones ganan u obtienen dinero, y gastan o invierten dinero. Las finanzas se ocupan del proceso, las instituciones, los mercados e instrumentos relacionados con la transferencia de dinero entre individuos, empresas y gobiernos.

Áreas de importancia y oportunidades en las finanzas

Las áreas de importancia en las finanzas pueden ser resumidas al revisar las oportunidades de desarrollo en el sector financiero. Estas oportunidades pueden, por conveniencia, ser divididas en dos grandes categorías: de servicios financieros y de administración financiera.

SERVICIOS FINANCIEROS

Los servicios financieros son el área de las finanzas que proporciona asesoría y productos financieros a los individuos, empresas y gobiernos. Es una de las áreas de oportunidad profesional con crecimiento acelerado en la economía. Los servicios financieros comprenden las actividades bancarias e instituciones afines, la planeación financiera personal, las inversiones, los bienes raíces y las aseguradoras. La Tabla 1-1 describe las oportunidades de desarrollo disponibles en cada una de estas áreas.

ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

La administración financiera se refiere a las tareas del administrador financiero dentro de una organización de negocios. Los administradores financieros se ocupan de dirigir los asuntos de finanzas de diversos tipos de negocios: financieros y no financieros, privados y públicos, grandes y pequeños, lucrativos y no lucrativos. Desempeñan actividades tan variadas como las de presupuestación, pronóstico financiero, administración de efectivo, administración crediticia, análisis de inversiones y procuramiento de fondos. En años recientes, las cambiantes condiciones económicas y la regulación fiscal han incrementado

Tabla 1-1 Oportunidades de desarrollo en el área de los servicios financieros

Área	Oportunidades de desarrollo
Banca e instituciones afines	Los <i>ejecutivos de crédito</i> evalúan y hacen recomendaciones con respecto a créditos comerciales, de bienes raíces y para el consumo. Los <i>gerentes bancarios</i> administran sucursales de bancos y supervisan los programas ofrecidos por el banco a sus clientes. Los <i>funcionarios de fideicomisos</i> administran fondos de fideicomisos estatales, de fundaciones y de empresas. Otros ofrecen servicios financieros en planeación de finanzas personales, inversiones, bienes raíces y seguros.
Planeación financiera personal	Los <i>planificadores financieros</i> , que trabajan independientemente o como empleados, asesoran a individuos con relación al manejo de todos los aspectos (presupuesto, impuestos, inversiones, bienes raíces, seguros, planeación de retiro y propiedades) de sus finanzas personales y los orientan en la elaboración de un plan financiero integral que cumpla con sus objetivos.
Inversiones	Los <i>corredores de bolsa</i> , o ejecutivos de cuenta, ayudan a los clientes a elegir, comprar y vender valores. Los <i>analistas de valores</i> estudian acciones y valores, por lo general en industrias específicas, y asesoran a empresas de corretaje y a sus clientes, administradores de fondos y compañías de seguros en relación con ellos. Los <i>administradores de carteras</i> desarrollan y administran carteras (portafolios) de valores para empresas e individuos. Los <i>banqueros de inversiones</i> ofrecen asesoría a emisores de valores y actúan como intermediarios entre emisores y compradores de acciones o títulos de emisión reciente.
Bienes raíces	Los <i>agentes o corredores de bienes raíces</i> promueven propiedades residenciales y comerciales para su venta o arrendamiento, encuentran compradores y arrendatarios de propiedades en lista, muestran las propiedades y negocian la venta o renta de éstas. Los <i>valuadores</i> calculan el valor comercial de todo tipo de propiedades. Los <i>funcionarios de créditos para bienes inmuebles</i> analizan y hacen recomendaciones o toman decisiones con respecto a solicitudes de crédito. Los <i>banqueros hipotecarios</i> localizan y arreglan financiamiento para proyectos de bienes inmuebles. Los <i>administradores de propiedades</i> manejan las operaciones cotidianas de éstas para obtener máximos rendimientos para sus propietarios.
Seguros	Los <i>agentes o corredores de seguros</i> entrevistan a prospectos, elaboran programas de seguridad para satisfacer sus necesidades, venden pólizas, cobran primas y ayudan en el procesamiento y arreglo de reclamos. Los <i>aseguradores</i> evalúan y seleccionan los riesgos que asegurará su compañía y fijan las primas asociadas.

la importancia, así como la complejidad de las tareas del administrador financiero. Como resultado, muchos de los grandes ejecutivos de la industria y del gobierno provienen del área financiera.

Otra importante tendencia reciente ha sido la globalización de la actividad empresarial. Las corporaciones de Estados Unidos han aumentado de manera impresionante sus ventas e inversiones en otros países, a la vez, las corporaciones extranjeras han incrementado sus ventas e inversiones directas en Estados Unidos. Estos cambios han dado origen a la

de los bienes del propietario, y no sólo la cantidad invertida originalmente, pueden utilizarse para satisfacer a los acreedores. La mayoría de las empresas de propiedad unipersonal están en las industrias de ventas al mayoreo o al menudeo, de prestación de servicios y de obras de construcción. Las ventajas y desventajas fundamentales de este tipo de empresas se encuentran resumidas en la Tabla 1-3.

Sociedades (o empresas colectivas)

Una **sociedad (o empresa colectiva)** consta de dos o más propietarios que crean negocios conjuntos con el fin de obtener utilidades. Las sociedades, las cuales suman 10% de todos los negocios, son más grandes que las empresas de propiedad unipersonal. Las empresas financieras, aseguradoras y de bienes raíces son los tipos más comunes de empresas colectivas. Los bufetes de contadores públicos y las empresas de corretaje suelen a menudo tener más socios.

La mayor parte de las sociedades se organizan mediante un contrato escrito conocido como **escritura constitutiva de sociedad**. En una **sociedad general (o regular)**, todos los socios tienen responsabilidad ilimitada. En una **sociedad de responsabilidad limitada (o sociedad en comandita)**, uno o más de los socios pueden ser designados como de responsabilidad limitada con la condición de que al menos uno de los socios tenga responsabilidad ilimitada. Por lo general, a un socio de **responsabilidad limitada** se le prohíbe participar en la administración de la empresa. Las ventajas y desventajas de las sociedades se encuentran resumidas en la Tabla 1-3.

Corporaciones (o sociedades anónimas)

Una **corporación (o sociedad anónima)** es una entidad artificial que sólo existe ante la ley, conocida con frecuencia como "entidad legal"; ésta posee las facultades de una persona en cuanto a que puede demandar y ser demandada, pactar y constituir contratos, y adquirir propiedades a su propio nombre. Aunque sólo 15% de todos los negocios se encuentran incorporados, la corporación es la forma dominante de organización empresarial. Es responsable de cerca de 90% de los ingresos empresariales y de 80% de las utilidades netas. Las ventajas y desventajas clave de las corporaciones se describen en la Tabla 1-3. Resulta importante reconocer la existencia de muchas pequeñas corporaciones privadas, además de las grandes corporaciones sobre las cuales se presta mayor atención en esta obra. La mayoría de las pequeñas corporaciones no tienen acceso a los mercados de capital, y el requerimiento de que el propietario añada su firma a los préstamos modera la responsabilidad limitada.

Los principales componentes de una corporación son los accionistas, la junta directiva y el presidente. La Figura 1-1 esquematiza la relación entre estos tres grupos. Los **accionistas** son los dueños reales de la empresa, debido a su participación en acciones comunes y preferentes.¹ Votan de manera periódica para elegir a los miembros de la junta directiva y hacer modificaciones a los estatutos de la empresa. La **junta directiva (o consejo de**

¹ Algunas corporaciones no tienen accionistas sino "miembros", quienes poseen a menudo derechos similares a los de los accionistas, es decir, el derecho de votar y recibir dividendos. Algunos ejemplos son bancos mutualistas de ahorros, uniones de crédito, compañías aseguradoras y una amplia variedad de organizaciones de beneficencia.

Tabla 1-3 Ventajas y desventajas de las formas legales básicas de organización de una empresa

	Forma legal		
	Empresa de propiedad unipersonal (o persona física)	Sociedad (o colectiva)	Corporación (o sociedad anónima)
Ventajas	<ul style="list-style-type: none"> —El propietario recibe todas las utilidades (y también absorbe las pérdidas) —Bajos costos de organización —Los ingresos se gravan como personales —Privacidad —Facilidad de disolución 	<ul style="list-style-type: none"> —Puede obtener más fondos que las empresas de propiedad unipersonal —Se adquiere más responsabilidad promovida por un mayor número de propietarios —Mayores recursos de planeación y capacidad administrativas disponibles —Puede conservar buenos empleados —Los ingresos se gravan como ingresos personales de asociados 	<ul style="list-style-type: none"> —Los propietarios tienen <i>responsabilidad limitada</i>, lo cual garantiza que no puedan perder más de lo invertido —Puede alcanzar un gran tamaño debido a la comerciabilidad de las acciones (propiedad) —La propiedad es fácilmente transferible —Larga vida de la empresa (no se disuelve por la muerte de los propietarios) —Puede contratar administradores profesionales —Se puede expandir más fácilmente debido al acceso a mercados de capital —Recibe ciertas ventajas en impuestos
Desventajas	<ul style="list-style-type: none"> —El propietario tiene responsabilidad ilimitada (puede disponer de su capital total personal para saldar deudas) —La responsabilidad limitada para la administración de fondos tiende a inhibir el crecimiento —El propietario debe realizar todas las funciones —Es difícil ofrecer a los empleados oportunidades de carrera a largo plazo —Carece de continuidad al morir el propietario 	<ul style="list-style-type: none"> —Los propietarios tienen responsabilidad ilimitada y pueden saldar deudas de otros asociados con menos recursos financieros —Al morir un socio se disuelve la sociedad —Es difícil de liquidar o de transferir la sociedad —Es difícil realizar operaciones a gran escala 	<ul style="list-style-type: none"> —Los impuestos suelen ser más altos, ya que los ingresos de las corporaciones se gravan y los dividendos pagados a los propietarios se vuelven a gravar —Es más cara de organizar que otras formas de empresas —Está sujeta a mayor regulación por parte del gobierno —A menudo, los empleados carecen de interés personal en la empresa —Carece de privacidad, ya que los accionistas deben recibir reportes financieros

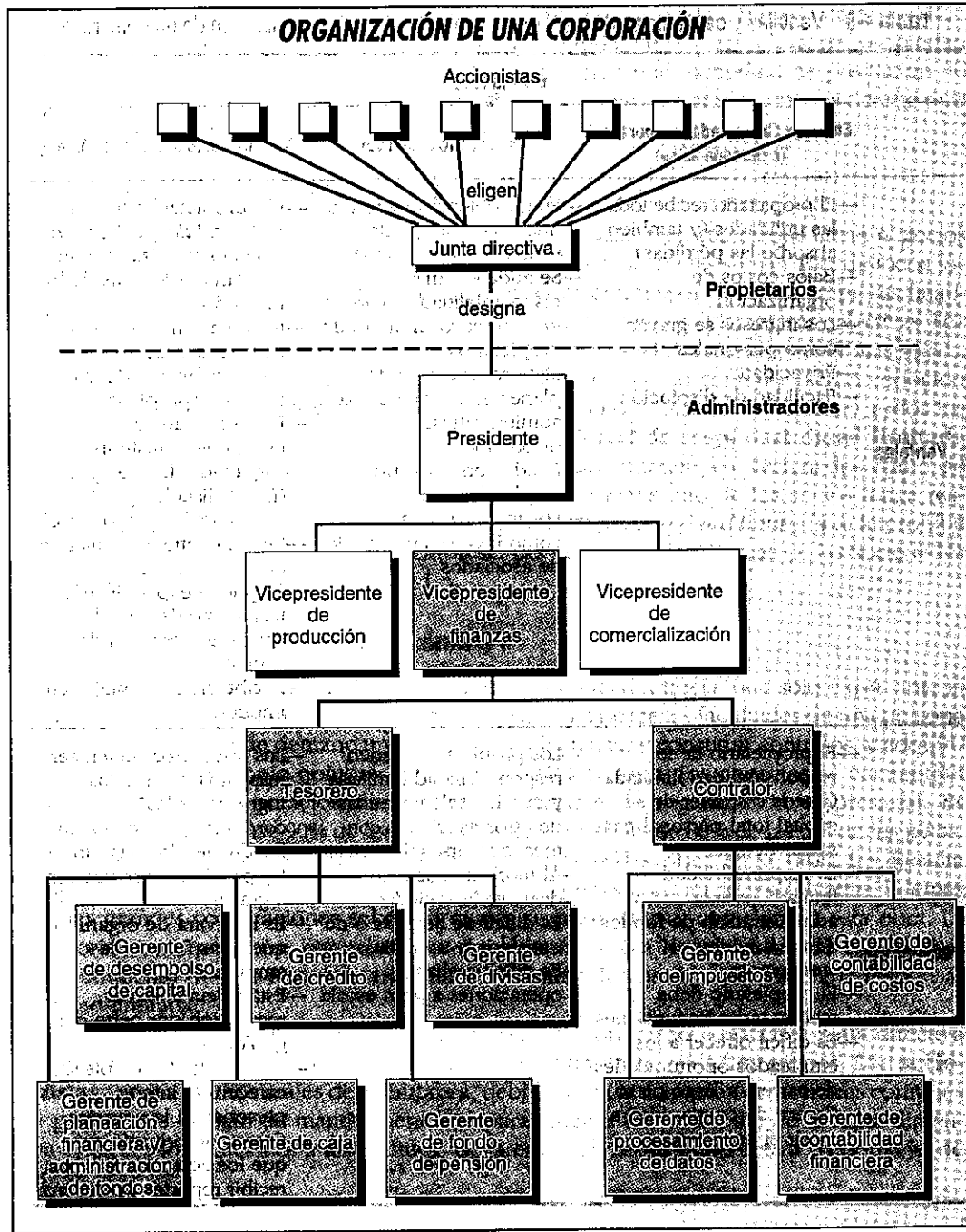


Figura 1-1 Organización general de una corporación y función de las finanzas. La función financiera se identifica con la pantalla

administración) es la autoridad suprema responsable de la dirección de las operaciones del negocio y de la política general del mismo. La junta está constituida por los directores, sus miembros, que incluyen tanto a personal corporativo clave como a individuos externos que son hombres de negocios y ejecutivos de otras organizaciones importantes. Tales ejecutivos externos de las empresas corporativas suelen recibir un sueldo anual de \$10 000 a \$20 000 (dólares) o más; además, tienen la oportunidad de comprar un número específico de acciones de la compañía a un precio establecido (a menudo atractivo). El **presidente** (o **director general**) es el responsable de la administración cotidiana de las operaciones y de dar seguimiento a las políticas establecidas por la junta. Se requiere que él entregue un reporte periódico a los directores de la empresa. Es importante señalar la diferencia entre los propietarios y los administradores en una gran corporación; lo cual se muestra por la línea horizontal punteada en la Figura 1-1. Esta separación y algunos de los asuntos que la rodean serán tratados en la discusión referente a los problemas de administración, al final del capítulo.

REPASO DE CONCEPTOS

- 1-4 ¿Cuáles son las tres formas básicas de la organización de las empresas? ¿Cuál es la más común? ¿Qué propiedad es la dominante en términos de ingresos de la empresa y utilidades netas? ¿Por qué?
- 1-5 Describa la función y relación que existe entre los principales integrantes de una corporación (accionistas, junta directiva y presidente). ¿Cuál es la relación común entre propietarios y administradores de una corporación grande?

Función de la administración financiera

OA 3 La administración financiera está íntimamente relacionada con la economía y la contaduría, pero es bastante diferente de éstas. Antes de continuar con la lectura, dedique unos minutos para considerar cuáles podrían ser las diferencias y similitudes entre la administración financiera y la economía, y entre la administración financiera y la contaduría.

OA 4

Puesto que la mayor parte de las decisiones empresariales se miden en términos financieros, el administrador financiero desempeña un papel fundamental en la operación de la empresa. El personal de todas las áreas de responsabilidad de la compañía —contabilidad, producción, comercialización, recursos humanos, investigación, etc.— debe interactuar con el personal financiero para realizar sus tareas. Todos tienen que justificar requerimientos de personal, negociar presupuestos de operación, preocuparse por apreciaciones del desempeño financiero y vender propuestas, cuando menos parcialmente, por méritos financieros para obtener recursos de la alta administración. Desde luego, el personal financiero, para hacer pronósticos y tomar decisiones correctas, debe entablar comunicación con todos los demás miembros de la empresa. A fin de comprender el campo de la administración financiera, se analizarán su función

organizacional, su relación con la economía y la contabilidad, las actividades principales del administrador financiero y el papel de éste en la administración de calidad total (ACT).

Visión organizacional

La trascendencia e importancia de la función administrativa financiera depende del tamaño de la empresa. En las compañías pequeñas, la función financiera es desempeñada, en general, por el departamento de contabilidad. Al crecer una empresa, la importancia de dicha función resulta en la necesidad de un departamento separado, ligado de manera directa al presidente de la compañía (o director general) por medio de un vicepresidente de finanzas, conocido como gerente financiero. La parte inferior del organigrama de la Figura 1-1 muestra la estructura de la actividad financiera en una empresa de tamaño mediano a grande. El tesorero y el contralor se reportan al vicepresidente de finanzas. El **tesorero** suele coordinar las actividades financieras, tales como planeación financiera y percepción de fondos, administración del efectivo, toma de decisiones en lo referente a los desembolsos de capital, manejo de créditos y administración de la cartera de inversiones. El **contralor** se ocupa, normalmente, de las actividades contables, como son la administración fiscal, el procesamiento de datos, así como la contabilidad financiera y de costos. Las actividades del tesorero, o administrador financiero, son el primer tema de esta obra.

Si las ventas o compras internacionales son importantes para una empresa, ésta bien puede emplear a uno o más profesionales financieros cuya tarea consista en observar y manejar el riesgo de la empresa a la pérdida originada por fluctuaciones entre divisas. Por ejemplo, este riesgo se presenta si una compañía ha contabilizado una venta a un cliente británico cuya entrega y pago se realizarán en libras esterlinas dentro de tres meses. Si el equivalente en dólares de la libra esterlina disminuyera en los próximos tres meses (es decir, experimentara una depreciación), también se reducirá el valor en dólares de la cuenta por cobrar de la empresa y ésta experimentará una pérdida por el tipo de cambio, pues podría canjear las libras recibidas por menos dólares que los planeados tres meses antes. Un gerente financiero capacitado puede ofrecer protección contra éste y otros riesgos similares, a un costo razonable, valiéndose de diversos instrumentos financieros. Estos **gerentes de divisas** suelen reportar al tesorero de la empresa.

Relación con la economía

El campo de las finanzas está vinculado de manera estrecha con la economía. Como cualquier organización de negocios opera dentro de la economía, el administrador financiero debe conocer el marco económico y mantenerse alerta hacia las consecuencias de los niveles cambiantes de la actividad económica y los cambios en la política económica. Asimismo, el administrador financiero debe ser capaz de utilizar las teorías económicas como guía para seguir una dirección empresarial eficiente. Los análisis de oferta y demanda, las estrategias de maximización de las utilidades y la teoría de los precios son buenos ejemplos de dicha actividad económica. El principio económico fundamental que se aplica en la administración financiera es el **análisis marginal**, según el cual deben ser adoptadas las decisiones y medidas financieras sólo cuando los beneficios adicionales excedan a los costos adicionales. Casi todas las decisiones financieras llegan, en última instancia, a una

valoración de sus beneficios* y costos marginales. Es por tanto necesario un conocimiento básico de la economía para poder comprender tanto el entorno como las técnicas, ello con el propósito de la toma de decisiones de la administración financiera.

EJEMPLO Nora Teng es administradora financiera de Nord Department Stores, gran cadena de tiendas departamentales de alto nivel que opera básicamente en el oeste de Estados Unidos. En este momento ella intenta decidir si reemplazar una de las computadoras en línea de la empresa por otra nueva, más avanzada, la cual aceleraría tanto el tiempo de procesamiento como el manejo de un volumen mayor de transacciones. La computadora nueva requeriría del desembolso de efectivo de \$80 000 (dólares), y la usada podría ser vendida en \$28 000. Los beneficios totales (medidos en dólares actuales) de la primera, serían de \$100 000, en tanto que la segunda, en un periodo igual, serían de \$35 000. Al aplicar el análisis marginal a estos datos se tiene:

Beneficios con la computadora nueva	\$100 000	
Menos: beneficios con la computadora usada	35 000	
(1) beneficios marginales (acumulados)		\$65 000
Costo de la nueva computadora	\$80 000	
Menos: utilidades por la venta de la computadora usada	28 000	
(2) costos marginales (acumulados)		52 000
Beneficio neto [(1) - (2)]		<u>\$13 000</u>

Como los beneficios marginales (acumulados) de \$65 000 exceden a los costos marginales (acumulados) de \$52 000, se recomienda la compra de la computadora nueva. La empresa obtendrá utilidades netas de \$13 000 como resultado de esta acción. ■

Relación con la contaduría

Las actividades financieras y las contables se encuentran, con frecuencia, bajo el control del vicepresidente de finanzas, como se muestra en la parte inferior de la Figura 1-1. Dichas funciones están relacionadas de manera estrecha y, por lo general, se superponen; en realidad, la administración financiera y la contaduría suelen ser difíciles de distinguir. En las empresas pequeñas el contralor, con frecuencia, es quien realiza la función financiera, y en las corporaciones numerosos contadores se encuentran involucrados íntimamente con diversas actividades financieras. De cualquier manera, existen dos diferencias básicas entre las finanzas y la contaduría: una se refiere al tratamiento que se da a los fondos, y la otra, a la toma de decisiones.

PRIORIDAD EN LOS FLUJOS DE EFECTIVO

La función primordial del contador es la de procesar y suministrar información para apreciar el funcionamiento de la empresa, evaluar su posición financiera y efectuar el pago de impuestos. El contador, mediante el uso de ciertos principios de contabilidad generalmente aceptados, elabora estados financieros, los cuales reconocen el ingreso en el punto o

*N. del R. En varios países de habla hispana se utilizan de preferencia los términos *utilidades* o *beneficios* en vez de *ganancias*.

momento de la venta, y los gastos cuando se incurre en ellos. Este método de contabilidad se denomina como **método de acumulaciones**.

El administrador financiero, por otra parte, se ocupa de mantener la solvencia de la empresa suministrando los *flujos de efectivo*, entradas y salidas de efectivo. Ello, mediante el análisis y la planeación de los flujos de efectivo necesarios para satisfacer las obligaciones y adquirir los activos fijos y circulantes necesarios para alcanzar los objetivos de la compañía. El administrador financiero utiliza este **método contable con base en efectivo** para reconocer los ingresos y gastos a partir de las entradas y salidas reales de efectivo.

Una analogía sencilla puede ayudar a esclarecer la diferencia básica de puntos de vista entre el contador y el administrador financiero. Si se considera al cuerpo humano como una empresa en la cual cada latido del corazón representa una venta, el contador se ocuparía de cada una de estas pulsaciones para *contabilizarlas* como ingresos, gastos y utilidades. El administrador financiero se ocuparía de verificar si el flujo sanguíneo resultante llega a las células adecuadas para mantener en funcionamiento los diferentes órganos del cuerpo. Es posible que éste tenga un corazón sano, pero que puede dejar de funcionar por la formación de obstrucciones o coágulos en el sistema circulatorio. De manera similar, una empresa puede tener un buen nivel de productividad o rentabilidad, ser lucrativa, y fracasar debido a un flujo de efectivo insuficiente para pagar sus deudas oportunamente.

EJEMPLO Nassau Corporation, pequeño distribuidor de yates, a fin de año vendió un yate a \$100 000 (dólares), el cual había sido adquirido durante ese año a un costo total de \$80 000. Si bien la empresa pagó en su totalidad el yate en el curso del año, aún tiene que cobrárselo al cliente que lo adquirió. Los enfoques contable y financiero del desempeño de la empresa durante el año son proporcionados respectivamente por los estados de resultados* y el estado de cambios en la posición financiera:

Visión de contabilidad		Visión de finanzas	
Estado de resultados Nassau Corporation al 31 de diciembre		Estado de cambios en la posición financiera Nassau Corporation al 31 de diciembre	
Ingreso por ventas	\$100 000	Flujo de efectivo recibido	\$ 0
Menos: costos	80 000	Menos: salida de efectivo	80 000
Utilidad neta	<u>\$ 20 000</u>	Flujo de efectivo neto (negativo)	<u>(\$80 000)</u>

Puede observarse que, si bien en el sentido contable la empresa resulta bastante productiva, es un fracaso financiero en términos del flujo de efectivo real. Nassau Corporation carece de flujo de efectivo como resultado de una cuenta por cobrar pendiente de \$100 000 (dólares). En ausencia de flu-

* N. del R. El estado de resultados también se conoce con los nombres de *estado de utilidades* o *estado de pérdidas y ganancias*.

jo adecuados de entrada de efectivo para cumplir con sus obligaciones, la empresa no podrá sobrevivir, independientemente de cuál sea su nivel de ganancia aparente. ■

El ejemplo anterior muestra que los datos acumulados de contabilidad no describen cabalmente las circunstancias financieras de la empresa. En consecuencia, el administrador financiero debe ver más allá de los estados financieros, para comprender y analizar el desarrollo de los problemas existentes. Al prestar atención al flujo de efectivo, el administrador podría evitar la falta de solvencia y así alcanzar las metas financieras que la empresa se ha propuesto. Por supuesto, aunque los contadores están conscientes de la importancia de los flujos de efectivo y los administradores financieros utilizan y comprenden los análisis financieros, el interés principal de los contadores se centra en los métodos de acumulaciones, en tanto que los administradores financieros en el análisis de los flujos de efectivo.

APLICACIÓN EN LA PRÁCTICA

Evaluación del flujo de efectivo para fijar el precio de compra de Hauser Communications

Gustave Hauser fundó Hauser Communications, sistema de cable del área de Washington, en 1983. Southwestern Bell se acercó a Hauser en 1992, para evaluar el interés de éste en vender la empresa. Después de resistirse en un principio, Hauser aceptó una oferta de \$650 millones (de dólares) en 1993. La oferta era equivalente a \$2 800 por suscriptor, 40% arriba del promedio de la industria. La ausencia de una reacción negativa en el precio de las acciones de Southwestern Bell sugiere que la prima era justificada. En este caso los sistemas de cable se concentran en áreas de altos ingresos, lo que producía \$45 al mes por suscriptor comparado con los \$32 del promedio. Standard & Poor's reafirmó el precio, al decir que grandes flujos de efectivo anticipados respaldarían el gasto en intereses, incluso si la compra se financiaba con deuda.

TOMA DE DECISIONES

La segunda diferencia de importancia entre las finanzas y la contabilidad es la toma de decisiones. Mientras que el contador presta la mayor parte de su atención en compilar y presentar informes financieros, el administrador financiero evalúa los informes del contador, presenta datos adicionales y toma decisiones basadas en análisis subsecuentes. El papel del contador es proporcionar información congruente y de fácil interpretación acerca de las operaciones de la empresa en el pasado, presente y futuro. El administrador financiero utiliza estos datos, sea de forma original o mediante ciertos ajustes y análisis, como un elemento importante en el proceso de toma de decisiones financieras. Por supuesto, esto no significa que los contadores nunca puedan tomar decisiones financieras, o que el administrador financiero tampoco deba reunir información contable, sino que el interés primario de la contabilidad y el de las finanzas es, indudablemente, diferente.

Funciones principales del administrador financiero

Las actividades del administrador financiero pueden ser referidas a los estados financieros básicos de la empresa. Sus tres funciones primarias son: (1) planeación y análisis financieros, (2) determinación de la estructura de activos de inversión y (3) manejo de la

estructura financiera. La Figura 1-2 refiere cada una de estas actividades financieras al balance general de la empresa. Resulta importante notar que, si bien las decisiones de inversión y financieras pueden ser enfocadas de manera conveniente en términos del balance general, estas decisiones son tomadas sobre la base de sus efectos en el flujo de efectivo. Se profundizará más en este último punto en el Capítulo 3, así como en capítulos subsiguientes.

PLANEACIÓN Y ANÁLISIS DE ACTIVIDADES FINANCIERAS

El análisis y la planeación financieros se refieren a: (1) la transformación de los datos de finanzas de modo que puedan utilizarse para vigilar la posición financiera de la empresa, (2) la evaluación de la necesidad de incrementar la capacidad productiva y (3) determinar el financiamiento adicional (o reducirlo) que se requiera. Estas funciones abarcan la totalidad del balance general, así como el estado de resultados de la empresa y otros estados financieros. Aunque esta actividad se apoya en gran parte en los estados financieros basados en pasivos acumulados, su objetivo subyacente es el de evaluar los flujos de efectivo de la empresa y desarrollar planes que garanticen la disponibilidad de éstos de modo adecuado para dar soporte a la consecución de sus metas.

TOMA DE DECISIONES DE INVERSIÓN

Las decisiones de inversión del gerente financiero determinan tanto la composición como el tipo de activos señalados en el balance general de la empresa. Esta actividad se señala en el lado izquierdo del balance. El término *composición* se refiere al importe monetario del activo circulante y el activo fijo. Una vez que se determina la composición, el administrador financiero debe obtener y tratar de mantener ciertos niveles "óptimos" para cada tipo de activo circulante. Asimismo, debe decidir cuáles son los mejores activos fijos que deben adquirirse, y saber en qué momento se hacen obsoletos para así

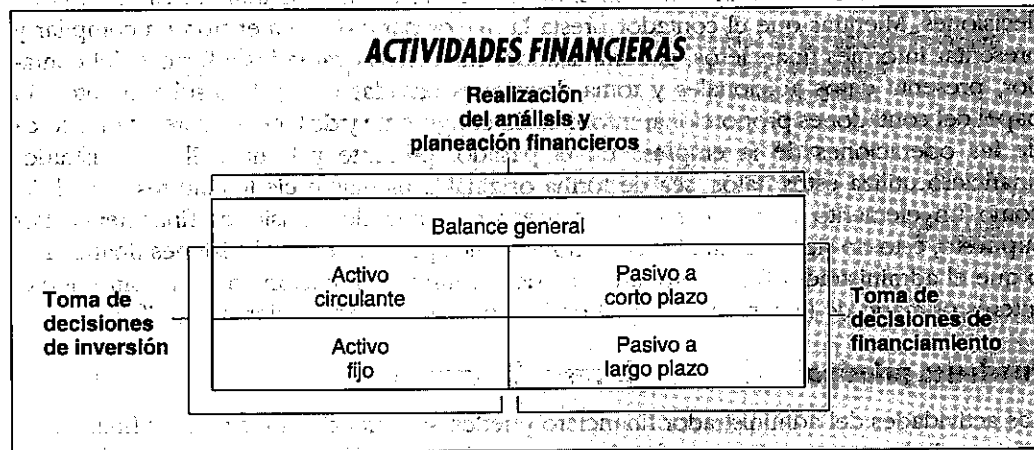


Figura 1-2 Principales actividades del administrador financiero

reemplazarlos o modificarlos. Estas decisiones son importantes en cuanto a que afectan al éxito de la empresa respecto al logro de las metas financieras que se ha propuesto.

TOMA DE DECISIONES FINANCIERAS

Esta actividad se refiere al lado derecho del balance general de la empresa, e involucra a dos áreas principales. Primero, debe ser determinada la *composición* más apropiada de financiamiento a corto y largo plazo. Un segundo aspecto, de igual importancia, es determinar cuáles fuentes (orígenes) individuales de financiamiento a corto y largo plazo son mejores en un momento específico. Muchas de estas decisiones son impuestas por la necesidad, pero algunas requieren de un análisis minucioso de las alternativas financieras disponibles, de su costo y de sus implicaciones a largo plazo. Una vez más, lo que reviste importancia fundamental son los efectos de estas decisiones sobre el logro de las metas de la empresa.

Función del gerente financiero en la administración de calidad total (ACT)

La **administración de calidad total (ACT)** es la aplicación de principios de calidad a todos los aspectos de las operaciones de una compañía, es un concepto importante que debe comprender el administrador financiero actual. El control de la calidad fue considerado, principalmente, como una responsabilidad de producción. En contraste, la administración de calidad total es ahora una meta integral de la compañía que vincula a todos los departamentos. Dentro de los principios de la administración de calidad total se cuentan los esfuerzos continuos para mejorar las operaciones al modernizar los procesos para lograr mayor eficiencia y la satisfacción de las necesidades de todos los clientes, tanto internos como externos. (Los departamentos son *clientes internos* unos de otros. Por ejemplo, el departamento de finanzas, usuario de datos contables, es cliente del departamento de contabilidad; el grupo de planeación de instalaciones es cliente de los análisis de proyectos del grupo de presupuesto de capital.)

BENEFICIOS Y COSTOS DE LA ADMINISTRACIÓN DE CALIDAD TOTAL (ACT)

Un compromiso con la administración de calidad total se relaciona directamente con la rentabilidad. En el pasado, los administradores consideraban que la calidad y productividad eran mutuamente excluyentes: una aumentaba sólo a expensas de la otra. La experiencia más reciente demuestra que conforme se eleva la calidad también aumenta la productividad; y la mejora de la calidad reduce también los costos al disminuir el tiempo, los materiales y el servicio requeridos para corregir errores. Es evidente que esto debe surtir efectos positivos en las utilidades por operación. Si, al aplicar la administración de calidad total, se reduce el tiempo para diseñar, desarrollar y comercializar un nuevo producto, la compañía recibirá ingresos de las ventas de este producto en menor tiempo. El departamento de finanzas puede contribuir al esfuerzo de calidad total de la compañía si moderniza sus operaciones de modo que existan presupuestos disponibles con oportunidad, que el nivel de análisis sea apropiado al tamaño y tipo de proyecto, y que se tomen decisiones en un tiempo menor.

El costo de calidad incluye tanto el costo para instrumentar programas de administración de calidad total que realicen el trabajo correctamente desde la primera vez, como también el destinado para corregir la mala calidad cuando el trabajo *no* se efectúe debidamente. Éste puede ser considerable: reprocesar pedidos, excesivas demandas de servicio, quejas de clientes, oportunidades de negocio perdidas, etcétera.

ADMINISTRACIÓN DE CALIDAD TOTAL EN ACCIÓN

Dos ejemplos notables de la administración de calidad total en acción, de compañías estadounidenses, se pueden encontrar en Ford Motor Company y Du Pont. Ford, cuyo lema es "La calidad es la tarea número uno", logró importantes reducciones en los costos de mano de obra, generales y de materiales requeridos para producir sus automóviles. Necesita una tercera parte menos de horas de mano de obra para producir sus automóviles que su competidor General Motors, lo cual representa un ahorro cercano a los \$800 (dólares) por vehículo. Du Pont tenía una participación en el mercado de 80% con su plástico Kalrez hasta que la competencia japonesa, con mejor servicio al cliente, comenzó a apoderarse del mercado. La compañía respondió rápidamente al acortar el ciclo de producción en más de 75%, reducir el tiempo para levantar pedidos de más de 50% y aumentar las entregas justo a tiempo de 70 a 100%. Como resultado, sus ventas se incrementaron 22%.

REPASO DE CONCEPTOS

- 1-6 ¿Cómo se desarrolla la función financiera dentro de la empresa? ¿Qué tareas financieras realiza el tesorero, o administrador financiero, en la actividad de la empresa madura?
- 1-7 Describa la relación que existe entre las finanzas y la economía, y explique por qué el administrador financiero debe poseer conocimientos básicos de economía. ¿Cuál es el principio económico que se utiliza en la administración financiera?
- 1-8 Cuáles son las diferencias básicas entre la contabilidad y las finanzas con respecto a:
 - a Prioridad en flujos de efectivo.
 - b Toma de decisiones.
- 1-9 ¿Cuáles son las tres actividades principales del administrador financiero? Relaciónelas con el balance general de la empresa.
- 1-10 ¿Qué es la administración de calidad total (ACT)? Analice los beneficios (y costos) de la ACT.

Objetivo del administrador financiero

OA 5

La administración financiera es una actividad orientada hacia determinados fines. ¿Qué meta prioritaria cree usted que un administrador profesional, con un interés pequeño de propiedad en la empresa, es responsable de alcanzar? ¿Por qué? Antes de continuar con la lectura, dedique unos minutos para contestar estas preguntas.

OA 6

Como se observó en la Figura 1-1, los propietarios de una corporación no son, por lo general, sus administradores. El administrador financiero debe realizar actividades tendientes al análisis y planeación financieros, decisiones de inversión y financieras, ello con el fin de incrementar lo más ampliamente posible las utilidades de los propietarios de la empresa, sus accionistas. En la mayoría de los casos, si los administradores alcanzan el éxito en este esfuerzo, también lograrán sus propios objetivos financieros y profesionales. En la sección siguiente se estudiará: la maximización de las utilidades, la maximización de los depositarios de los accionistas, el *problema de administración (o de agencia)* respecto a los conflictos potenciales entre los fines de los accionistas y las tareas de la administración y, por último, el papel de la ética.

¿Maximizar las utilidades?

Algunos creen que el objetivo del empresario es invariablemente maximizar las utilidades. A fin de alcanzar este objetivo, el administrador financiero adquiere sólo aquellas acciones de las cuales espera una contribución importante a las utilidades totales de la empresa. Por tanto, para cada alternativa que ha de ser considerada, el responsable financiero elegiría aquella que se espera resulte en el máximo rendimiento monetario. En el caso de las corporaciones, las utilidades son medidas, por lo general, en términos de **utilidades por acción (UPA)**, ello representa el monto total ganado durante el periodo —normalmente un trimestre o un año—, por cada participación importante de las acciones comunes. Las UPA se calculan dividiendo el total de las utilidades disponibles durante el periodo para los accionistas comunes de la empresa —es decir, los propietarios— entre el número de acciones comunes en circulación.

EJEMPLO Raúl Medina, administrador financiero de Manufacturera Toros, importante fabricante de componentes para motores marinos, desea elegir entre dos importantes inversiones, X o Y. Se espera de cada una de ellas el efecto siguiente sobre las utilidades por acción, durante su periodo de tres años.

Inversión	Utilidades por acción (UPA)			Total de los años 1, 2 y 3
	Año 1	Año 2	Año 3	
X	\$1.40	\$1.00	\$0.40	\$2.80
Y	0.60	1.00	1.40	3.00

Con base en la meta de maximización de las utilidades, la inversión Y sería preferible, dadas las mayores utilidades por acción durante el periodo de tres años (\$3.00 UPA de Y, es más alto que \$2.80 UPA de X).

La maximización de las utilidades fracasa por diversos motivos, ya que ignora (1) la periodicidad (ocurrencia) de los rendimientos, (2) los flujos de efectivo disponibles para los accionistas y (3) el riesgo.

PERIODICIDAD

Debido a que la empresa puede obtener rendimientos sobre los fondos recibidos, es preferible la *recepción de fondos más inmediata a la más tardada*. En el ejemplo, a pesar del hecho de que las utilidades totales de la inversión X eran menores que las de Y, la inversión X sería preferible, debido a las mayores UPA que aporta ésta durante el primer año. Estos rendimientos más tempranos podrían reinvertirse a fin de que en el futuro reditúen más.

FLUJOS DE EFECTIVO

Las utilidades de una empresa *no* representan los flujos de efectivo disponibles para los accionistas. Los propietarios perciben rendimientos mediante pagos de dividendos en efectivo o por medio de la venta de sus acciones a un precio más alto del que pagaron originalmente. Una UPA mayor no significa que los pagos de dividendos se incrementarán, pues el pago de dividendos depende sólo de la junta directiva de la empresa. Además, un UPA más alta no expresa un precio por acción más elevado. En ocasiones, las empresas experimentan incrementos en sus utilidades sin ningún cambio favorable correspondiente en el precio de las acciones. Sólo cuando los incrementos en las utilidades se ven acompañados por flujos de efectivo incrementados y esperados, podrá elevarse más el precio de las acciones.

RIESGO

La maximización de las utilidades pasa por alto no sólo al flujo de efectivo sino también al riesgo, es decir, la posibilidad de que los resultados reales pudieran diferir de los esperados. Una premisa básica en la administración financiera es que exista una relación de intercambio entre el *rendimiento (flujo de efectivo) y el riesgo. Éstos son, de hecho, los determinantes clave del precio de las acciones, que a su vez representa la riqueza de los propietarios de la empresa.* Los flujos de efectivo y el riesgo afectan el precio de las acciones de manera distinta: un flujo de efectivo mayor es asociado a un precio más alto, en tanto que el riesgo mayor tiende a resultar en un precio menor por acción, pues el accionista debe recibir una compensación por el riesgo mayor. Por lo general los accionistas muestran **aversión al riesgo**, es decir, evaden el riesgo. Donde hay riesgo, los accionistas esperan ganar tasas de rendimiento más altas sobre inversiones de más alto riesgo y tasas más bajas sobre inversiones de más bajo riesgo.

EJEMPLO Destiladora del Pacífico, fabricante de whiskys y bourbon, está interesada en expandir la línea de uno de dos nuevos productos, la ginebra o el vodka. Debido a que la competencia y disponibilidad del vodka es afectada de manera significativa por los sucesos políticos, se considera como una línea de negocios de mayor riesgo que la ginebra. En el momento, el costo de entrada a cualquiera de estos mercados es de \$45 millones (de dólares). Se esperan, en promedio, entradas de efectivo anuales para cada línea de producto, en promedio, de \$9 millones anuales durante los siguientes 10 años, tal como se muestra en la columna 1 de la tabla siguiente:

Línea de producto	Riesgo (1)	Promedio anual de entradas de efectivo (2)	Tasa requerida de rendimiento (3)	Valor presente de las entradas de efectivo ^a (4)
Ginebra	Menor	\$9 millones	12%	\$50.9 millones
Vodka	Mayor	9 millones	15	45.2 millones

^a Estos valores son el resultado de la aplicación de las técnicas de valor presente, las cuales serán explicadas y demostradas en el Capítulo 5.

A fin de compensar el riesgo, la empresa debe ofrecer una tasa de rendimiento mayor por el vodka, el cual involucra un riesgo más alto que la línea de ginebra. La tasa requerida de rendimiento para cada línea se muestra en la tabla, en la columna 3. Mediante la aplicación de técnicas de valor presente —técnicas financieras cuantitativas que serán presentadas en el Capítulo 5— se podrá determinar el valor presente del promedio anual de entradas de efectivo durante los 10 años siguientes, para cada una de las líneas, como se muestra en la columna 4 de la tabla).

Pueden hacerse tres observaciones importantes:

1. Debido a que los accionistas de la empresa muestran *aversión al riesgo*, deben obtener una tasa de rendimiento más alta en la línea del vodka, de mayor riesgo, que en la línea de la ginebra, de menor riesgo.
2. Las líneas de la ginebra y del vodka aunque tienen las mismas entradas de efectivo esperadas anuales, los *riesgos mayores de la línea del vodka ocasionan que sus flujos de efectivo actuales tengan un precio menor hoy*, respecto a los flujos de efectivo de la línea de ginebra (\$45.2 millones del vodka *contra* \$50.9 millones de la ginebra).
3. Aunque ambas líneas de productos aparecen atractivas, ya que sus beneficios exceden al costo de \$45 millones; la alternativa de la ginebra sería preferible (\$50.9 millones de la ginebra y \$45.2 del vodka).

Debe quedar claro, a partir de este ejemplo, que las diferencias en el riesgo pueden causar un efecto significativo sobre el valor de una inversión y, por tanto, sobre la riqueza de un propietario. ■

Maximización de la riqueza de los accionistas

La meta de la empresa, y por tanto de todos los administradores y empleados, es maximizar la riqueza de los propietarios para quienes es administrada. La riqueza de los propietarios corporativos se mide de acuerdo con el precio de las acciones, el cual, a su vez, se basa sobre la regularidad de los rendimientos (flujos de efectivo), su magnitud y su riesgo. Al considerar cada alternativa de decisión financiera, o posible operación, en términos de su efecto en el precio de las acciones de la empresa, el *administrador financiero deberá aceptar sólo aquellas decisiones que incrementen el precio de las acciones.* (La Figura 1-3 describe este proceso.) Como el precio por acción representa la riqueza de los propietarios, la maximización de dicho precio es consistente con la maximización de la riqueza del propietario. Nótese que el *rendimiento (flujos de efectivo) y el riesgo son las variables clave para la decisión dentro del proceso de maximización de la riqueza.* Asimismo, es importante reconocer que las utilidades por acción (UPA), al ser una parte fundamental del rendimiento (flujos de efectivo) de la empresa, afectan el precio de las acciones:

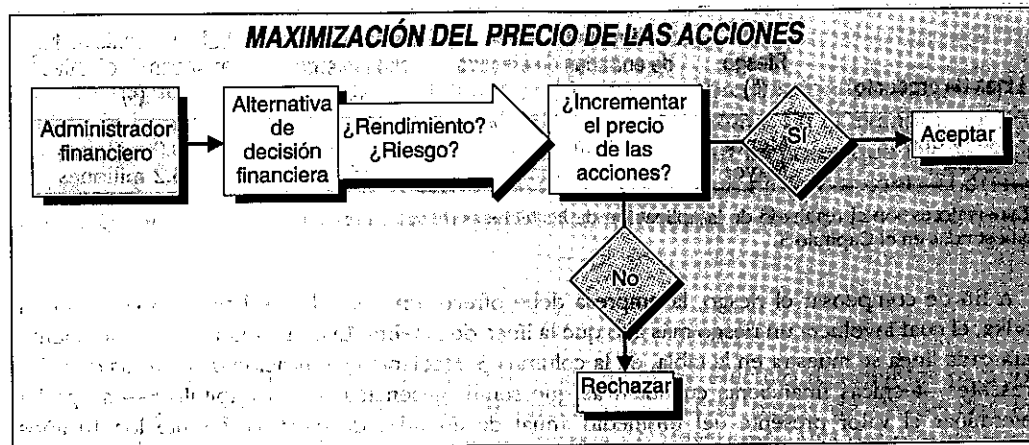


Figura 1-3 Decisiones financieras y precio de las acciones

Preservación de la riqueza de los depositarios de los accionistas

A pesar de que la meta principal es la maximización de la riqueza de los accionistas, en años recientes muchas empresas han aumentado sus intereses para proteger la de los *depositarios* de los accionistas. Los *depositarios* son grupos como empleados, clientes, proveedores, acreedores y otros, quienes tienen un vínculo económico directo con la empresa. A los empleados se les paga por su trabajo; los clientes compran los productos o servicios de la empresa; los proveedores cobran por los materiales y servicios proporcionados, y los acreedores aportan financiamiento, el cual se cubrirá de acuerdo con términos específicos. Una empresa enfocada en sus depositarios evita, conscientemente, realizar decisiones que les podrían ser perjudiciales y que dañen la riqueza de éstos al transferirla a la empresa. La meta no estriba en maximizar el bienestar de los depositarios, sino de preservarlo.

La visión de los depositarios, pese a no alterar la meta de maximización de la riqueza de los accionistas, tiende a limitar las decisiones de la empresa con la finalidad de preservar la riqueza de éstos. Dicha visión se considera a menudo parte de la "responsabilidad social" de la compañía, la cual se espera proporcione máximas utilidades a largo plazo a los accionistas al conservar relaciones positivas con los depositarios. Tales relaciones deben minimizar los cambios, conflictos y litigios con depositarios. Normalmente, la compañía puede alcanzar su meta de maximización de la riqueza de los accionistas con la cooperación de —y no en conflicto con— sus depositarios.

APLICACIÓN EN LA PRÁCTICA

Pepsico, Greyston e IBM: las mejores empresas en servicios a la comunidad

Los editores de *Business Week* pidieron a sus colaboradores nominar los proyectos en servicios a la comunidad más sobresalientes de 1992. Los tres proyectos seleccionados como los mejores estuvieron

auspiciados por Pepsico, Greyston Corporation e IBM. Pepsico distribuyó hielo y agua a víctimas del huracán Andrew en Florida. Su unidad Pizza Hut sirvió pizza caliente a víctimas que no tenían donde cocinar. Greyston, empresa de la ciudad de Nueva York, contrata sólo a personas "crónicamente desempleadas", las capacita y les paga \$7.75 (dólares) por hora. IBM se ha comprometido a aportar \$35 millones (de dólares) en capacitación a residentes de ciudades con escasos recursos. Se adaptarán varias sesiones a personas con problemas de aprendizaje. Estos proyectos entrañan el potencial de ofrecer rendimiento a largo plazo, además de la buena voluntad que generaron en 1992. Es posible que Pizza Hut haya aumentado su clientela, los empleados de Greyston estén mejor capacitados para preparar alimentos deliciosos, y los graduados de los programas de capacitación de computación podrán hacer mejor uso de sistemas IBM.

Problema de administración

El control de la corporación moderna se encuentra, con frecuencia, en manos de administradores profesionales, que no son los propietarios. (Esta separación de propietarios y administradores se muestra por medio de la línea horizontal punteada de la Figura 1-1.) Como se vio, el objetivo del administrador financiero debe ser el de maximizar la riqueza de los propietarios de la empresa; en consecuencia, los administradores pueden ser vistos como *agentes* de los propietarios, quienes los han contratado y les han conferido autoridad para tomar decisiones a fin de administrar la empresa en beneficio de los mismos. Técnicamente, cualquier administrador que posea menos de 100% de la empresa es, en cierto grado, un agente de los restantes propietarios.

En teoría, la mayoría de los administradores financieros está de acuerdo con el objetivo de maximizar la riqueza de los propietarios. En la práctica, por otro lado, los administradores se preocupan también de su beneficio personal, su seguridad laboral, estilo de vida y prestaciones (beneficios tales como ser socio del club de campo, automóvil con chofer y oficinas lujosas, todos a cargo de la compañía). Tales preocupaciones pueden volver a muchos administradores renuentes o poco dispuestos para tomar más que pequeños riesgos, si pueden percibir que demasiado riesgo resultaría en la pérdida de su empleo, o en daño a su comodidad personal. La observancia de tales enfoques "conformistas" (un compromiso entre la satisfacción y la maximización) resulta en un rendimiento menor y una pérdida potencial de riqueza para los propietarios.

SOLUCIÓN DEL PROBLEMA DE ADMINISTRACIÓN

De este conflicto de objetivos de propietarios y administradores surge lo que se ha denominado el **problema de administración** (o **agencia**); es decir, la posibilidad de que los administradores antepongan sus objetivos personales a los de la corporación.² Dos factores (fuerzas del mercado y *costos administrativos*) actúan para evitar o minimizar los problemas de administración.

² El problema de administración y aspectos relacionados fueron considerados por primera vez por Michael C. Jensen y William H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3 (octubre de 1976), pp 305-360. Para tener una descripción integral de Jensen y Meckling e investigaciones subsiguientes, véase Amir Barnea, R. Haugen y L. Senbet, *Agency Problems and Financial Contracting* (Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall, 1985).

FUERZAS DEL MERCADO En años recientes, los participantes del mercado de valores, en particular grandes inversionistas institucionales, como fondos mutualistas, compañías de seguros de vida y fondos de pensión, que poseen grandes bloques de las acciones de una compañía, se han tornado más activos en la administración. A fin de garantizar la competencia de la administración y minimizar los problemas administrativos potenciales, estos accionistas han usado activamente sus votos para despedir a administradores con bajo rendimiento y reemplazarlos por una administración más competente. Observe que el mecanismo formal a través del cual actúan estos accionistas es ceder sus acciones en la elección de directores, a quienes se les confiere el poder para contratar, y despedir, a personal administrativo en operación. Además de sus derechos de votación legales, los grandes accionistas pueden comunicarse entre sí y ejercer presión sobre la administración para que obtenga resultados o sea despedida.

Otra fuerza del mercado, que en años recientes ha amenazado a la administración para que opere en función de los intereses de los accionistas, es la posibilidad de una *adquisición hostil*. Una **adquisición hostil** es el control de la compañía (por *adquirir*) por parte de otra empresa o grupo (*adquirente*), no respaldada por la administración.³ Estas transacciones ocurren comúnmente cuando el adquirente cree que la compañía objetivo está siendo mal administrada y, como resultado, es menospreciada en el mercado. El adquirente, al adquirir la empresa objetivo a su precio bajo actual y reestructurar su administración (despidiéndola o sustituyéndola), sus operaciones y su financiamiento, está seguro de poder aumentar su valor; es decir, el precio de sus acciones. Aunque hay técnicas para defenderse en contra de cualquier adquisición hostil, la amenaza constante de este suceso debe motivar a la administración para que actúe en favor de los intereses de los propietarios de la empresa.

COSTOS ADMINISTRATIVOS (O DE AGENCIA) Para responder a fuerzas del mercado en potencia al evitar o minimizar problemas de administración y contribuir a la maximización de la riqueza de los propietarios, los accionistas incurren en **costos administrativos (o de agencia)**, de los cuales hay cuatro tipos.

1. Los *gastos de control* previenen la conducta derrochadora por parte de la administración. Estos gastos pagan las auditorías y procedimientos de control que son empleados para evaluar y limitar la conducta administrativa hacia aquellos actos que no cumplan con los intereses de los propietarios.
2. Los *gastos de fianzas* protegen de los posibles actos deshonestos por parte de los administradores. Comúnmente, los propietarios pagan a una tercera parte, una compañía afianzadora, para obtener un **fianza de fidelidad**. Esta póliza es un contrato bajo el cual la compañía afianzadora accede a reembolsar a la empresa una cantidad considerable, en caso de existir cualquier acto deshonesto de un administrador específico, que resulte en una pérdida financiera para la compañía.

3. Los *costos de oportunidad* resultan de las dificultades exhibidas, comúnmente, por las grandes organizaciones para responder a las nuevas oportunidades. Los mecanismos necesarios de estructura organizacional, jerarquía de decisiones y control de la empresa podrían causar la pérdida de oportunidades para obtener beneficios, debido a la imposibilidad de la administración de aprovechar éstas con rapidez.
4. Los *gastos de estructuración* son los costos administrativos más elevados, populares y poderosos en que incurren las compañías. Tales costos resultan de la estructuración de la compensación a la administración para corresponder con la maximización del precio de las acciones. El objetivo es proporcionar incentivos a la administración para que ésta actúe en beneficio de los propietarios y a fin de compensarlos por dichas actividades. Además, los paquetes de compensación resultantes permiten a las empresas contratar a los mejores administradores disponibles. Los planes de compensación se pueden clasificar en dos grupos: planes de incentivos y planes de desempeño. Los **planes de incentivos** tienden a asociar la compensación a la administración con la maximización del precio de las acciones. El plan de incentivos más común es la concesión de **opciones sobre acciones** a la administración. Estas opciones de compra permiten a los administradores adquirir acciones al precio de mercado establecido al momento de la concesión; si aumenta el precio de mercado, ellos serán recompensados al poder captar la revaluación de las acciones. Por tanto, un precio más alto de las acciones a futuro produciría mayor compensación para la administración. Aunque en teoría estas opciones de compra deben originar motivación, a menudo son criticadas y su popularidad ha disminuido en años recientes, ello debido al hecho de que la administración no puede controlar el comportamiento general del mercado de valores, lo cual puede afectar de manera importante el precio de las acciones a pesar de ventas positivas y aumento de las utilidades. Incluso un desempeño positivo de la administración puede disimularse en un mercado de valores generalmente escaso en el cual han bajado los precios de las acciones, ello como consecuencia de "fuerzas del mercado" económicas y de comportamiento, fuera del control de la administración.

En años recientes, el uso de **planes de desempeño** ha aumentado su popularidad debido a la imposibilidad de la administración de controlar las fuerzas del mercado. Tales planes compensan a la administración con base en su desempeño probado, el cual se mide por las utilidades por acción (UPA), el aumento en las utilidades por acción y otras razones de rendimiento. Las **acciones de desempeño**, que se otorgan a la administración como resultado de haber cumplido con las metas de desempeño establecidas, se utilizan con frecuencia en estos planes. Otra forma de compensación basada en el desempeño son las **gratificaciones en efectivo**, que son pagos en efectivo asociados al logro de ciertas metas de desempeño. Según los planes de desempeño, la administración comprende, con anticipación, la fórmula utilizada para determinar la cantidad de acciones de desempeño o gratificaciones en efectivo que puede recibir durante el periodo. Además, especifican el beneficio mínimo (por lo general \$0) y el beneficio máximo que se puede lograr con el plan.

³ La explicación detallada de los aspectos importantes de las adquisiciones de compañías (amistosas y hostiles) se incluye en el Capítulo 19, "Combinaciones, compras con alto apalancamiento, desinversiones y fracaso empresarial".

APLICACIÓN EN LA PRÁCTICA

En línea con Liberty Media

La compañía Liberty Media salió de compras en 1992. El proveedor de programas de canales por cable obtuvo el control de Home Shopping Network y de su competidor, QVC Network. Después, Liberty Media se combinó con Sports Channel para crear una cadena de canales deportivos al servicio de 41 millones de hogares. La reacción positiva de Wall Street aumentó doce veces los precios de las acciones. Dentro de los benefactores se contaba el presidente de Liberty Media, John Malone, quien recibió más de 10 millones de acciones de Liberty Media en lugar de salario. Estimados conservadores del rendimiento que obtuvo Malone en dos años exceden los \$150 millones (de dólares). No obstante, los inversionistas se han quejado poco. Por ejemplo, William Nygren, director de investigación de una compañía con gran participación en Liberty Media, señaló, "Seguro que no me importa estar asociado con el hombre más astuto de la industria de la televisión por cable, en especial si tiene su dinero invertido en el negocio".

VISIÓN ACTUAL

Si bien la investigación académica⁴ y también la intuición respaldan la creencia de que una forma efectiva para motivar a la administración consiste en asociar la compensación al desempeño, la ejecución de muchos planes de compensación ha sido revisada con detalle en años recientes. Los accionistas —tanto individuos como instituciones— y también la Securities Exchange Commission (SEC) han cuestionado públicamente la conveniencia de los paquetes de compensación multimillonarios (incluidos salarios, gratificaciones y compensación a largo plazo) que reciben muchos ejecutivos de corporaciones. Por ejemplo, los tres presidentes mejor pagados en 1992 eran (1) Thomas F. Frist, Jr. de Hospital Corp. of America, quien recibió \$127 002 000 (de dólares); (2) Sanford I. Weill de Primerica, con \$67 635 000; y (3) Charles Lazarus de Toy 'R' Us, \$64 231 000. El décimo de la misma lista fue Louis F. Bantle de UST Inc., quien percibió \$24 602 000. Durante 1992, la compensación del presidente promedio de una corporación importante de Estados Unidos aumentó cerca de 42% con respecto a 1991. Los presidentes de 365 compañías industriales grandes y medianas de Estados Unidos, estudiados por *Business Week* al utilizar datos de Compustat Services, Inc. de Standard & Poor's, percibieron un promedio de \$3.8 millones (de dólares) en compensación total; el promedio de las 20 compañías más grandes fue de \$33.7 millones. Aunque estos paquetes de compensación variables pueden justificarse por aumentos significativos en la riqueza de los accionistas, estudios recientes no han podido encontrar la correlación entre la compensación a los presidentes y el precio de las acciones. Se espera que la publicidad que rodea a estos grandes paquetes de compensación (sin un desempeño correspondiente en el precio de las acciones) disminuya la compensación a ejecutivos en el futuro. Así, se busca el desarrollo y la ejecución de nuevos planes de

⁴ Véase Wilbur G. Lewellen, "Management and Ownership in the Large Firm", *Journal of Finance* 24 (mayo de 1969), pp 299-322; y Robert T. Masson, "Executive Motivation, Earnings, and Consequent Equity Performance", *Journal of Political Economy* 79 (noviembre-diciembre de 1971), pp 1278-1292. Lewellen concluyó que los administradores ofrecen tomar decisiones que son más consistentes con la maximización del precio de las acciones. Masson llegó a la conclusión de que las empresas cuya compensación a ejecutivos estaba íntimamente ligada al desempeño de las acciones de la empresa tendía a superar a otras empresas en términos de rendimiento de las acciones.

compensación que asocien mejor el rendimiento de la administración con respecto a la riqueza de los accionistas a su compensación.

Desde luego, además de incurrir en costos de estructuración para vincular la compensación de la administración al desempeño, muchas compañías inciden en costos de administración adicionales para controlar, afianzar y modernizar la toma de decisiones en las organizaciones a fin de garantizar el cumplimiento de los objetivos tanto de la administración como de los propietarios. Sin restricciones, los administradores pueden fijarse otros objetivos además de la maximización del precio de las acciones; pero mucha de la evidencia sugiere que la maximización del precio de las acciones —el enfoque de esta obra—, es el objetivo primordial de la mayoría de compañías.

Papel de la ética

En años recientes, la legitimidad de los actos realizados por los funcionarios gubernamentales, empresas, individuos e incluso líderes religiosos, han prestado atención por parte de los medios de comunicación. Como ejemplos se incluyen el hostigamiento sexual por parte del senador Robert Packwood a empleadas y cabilderas; el convenio de Ernst & Young, uno de los seis despachos de contadores públicos más grandes, de pagar \$400 millones (de dólares) para resolver cargos federales de haber auditado inadecuadamente cuatro sociedades de ahorro y préstamo, las cuales quebraron con un costo para el gobierno de \$6 600 millones; los intentos de Salomon Brothers de manipular fraudulentamente subastas de certificados del Tesoro de Estados Unidos mediante el uso de bonos chatarra; los anuncios confusos de automóviles de Volvo; la condena de Michael Milken por fraude organizado, comercio interno y fraude; el autofinanciamiento de Charles Keating, Jr. con fondos de depositantes, lo que originó la quiebra de Lincoln Savings and Loan de California; y las indiscreciones personales y financieras del televangelista Jim Bakker. Estos y otros problemas han hecho surgir la cuestión de la **ética**, normas de conducta o de decisión moral. La sociedad actual, en general, y la comunidad financiera en particular —debido a notables delincuentes financieros como Hutton, Boesky, Milken y Keating— han desarrollado, y hacen cumplir, normas éticas. El objetivo de dichas normas es el de motivar a las empresas y a los participantes en el mercado a adherirse tanto a la letra como al espíritu de las leyes y regulaciones referentes a todos los aspectos de la práctica empresarial y profesional.

OPINIONES

Una reciente encuesta realizada entre líderes comerciales, decanos de escuelas de administración de empresas y miembros del Congreso, mostró que 94% de los más de 1 000 entrevistados creían que la comunidad empresarial se encuentra atribulada por problemas éticos.⁵ Además, sólo 32% de los encuestados sentía que este asunto hubiera sido muy trillado por medios de comunicación y por líderes políticos. Más sorprendente resulta el descubrimiento de la encuesta de que 63% de los entrevistados sentían que una organización de negocios en realidad fortalece su posición competitiva al mantener altas normas

⁵ *Ethics in American Business* (Nueva York: Touche Ross, 1987).

éticas. Los encuestados consideraban que la mejor manera de propiciar la conducta empresarial honesta es que las empresas adopten un código ético. Sentían que la legislación era una forma menos efectiva.

CONSIDERACIÓN DE LA ÉTICA

Robert A. Cooke, connotado especialista en ética, sugiere que las siguientes preguntas se pueden utilizar para evaluar la viabilidad ética de una acción propuesta.⁶

1. ¿Es la acción... arbitraria o caprichosa? ¿Acaso favorece injustamente a un individuo o grupo?
2. ¿La acción... viola los derechos morales o legales de algún individuo o grupo?
3. ¿La acción... se apega a normas morales aceptadas?
4. ¿Existen acciones alternativas que conlleven menor probabilidad de causar perjuicio real o potencial?

Está claro que considerar dichas preguntas antes de seguir una acción puede ayudar en el aseguramiento de su viabilidad ética.

En la actualidad, cada vez más empresas consideran directamente el aspecto de la ética al establecer políticas y lineamientos éticos corporativos, así como exigir a sus empleados que cumplan con ellos. Con frecuencia, se pide a los empleados firmar una declaración formal para reforzar el apego a las políticas éticas de la compañía. Dichas políticas suelen aplicarse a acciones de empleados al tratar con todos los constituyentes corporativos (otros empleados, clientes, proveedores, instituciones de crédito, propietarios, reguladores y el público en general). Muchas compañías exigen que sus empleados participen en seminarios y programas de capacitación sobre ética, los cuales conllevan y demuestran la política moral de la corporación. A veces se utilizan caracterizaciones y ejercicios de casos para que los empleados adquieran experiencia a fin de manejar de modo efectivo dilemas éticos potenciales.

APLICACIÓN EN LA PRÁCTICA

Ética contra utilidades: tiempo de decisión en Salomon Brothers

En 1992, Salomon Brothers transgredió la ley del gobierno federal, la cual restringe el número de certificados del Tesoro que puede obtener una casa de bolsa. John Meriwether, director de comercio de títulos de Salomon, violó además la ley al no reportar el error al gobierno. Como castigo, la Securities and Exchange Commission (Comisión de Casas de Bolsa) multó a Meriwether y suspendió su licencia por tres meses. Aunque Salomon había prometido limpiar la casa, sus opciones eran recontractar o dejar ir a Meriwether con la competencia. Tan sólo en 1991, la división de Meriwether percibió \$400 millones (de dólares). Se esperaba que Salomon siguiera el credo de la compañía de que "si deja dinero, hazlo", y recontratar a Meriwether después de terminada su suspensión.

⁶ "Business Ethics: A Perspective", en *Arthur Andersen Cases on Business Ethics* (Chicago, IL: Arthur Andersen & Co., septiembre de 1988), p. 2.

ÉTICA Y PRECIO DE LAS ACCIONES

Se espera que la aplicación de un programa ético proactivo fomente el valor de la empresa. Un programa ético puede conseguir diversos beneficios positivos: reducir los costos potenciales de litigaciones y juicios, mantener una imagen corporativa positiva, fomentar la confianza entre los tenedores de acciones y lograr la lealtad, el compromiso y el respeto de todos los que constituyen la empresa. Se espera de tales disposiciones, mantener y fomentar el flujo de efectivo y reducir los riesgos percibidos (como resultado de mayor confianza por parte de los inversionistas), y que éstas tengan un efecto positivo sobre el precio por acción de la empresa. *La conducta ética es considerada, por tanto, como necesaria para el logro del objetivo empresarial de maximizar la riqueza del propietario.*




REPASO DE CONCEPTOS

- 1-11** Describa brevemente tres razones básicas por las que la maximización de las utilidades no es consistente con la maximización de la riqueza.
- 1-12** ¿Qué es el riesgo? ¿Por qué el riesgo y el rendimiento deben ser considerados por un administrador financiero al evaluar la alternativa o acción de decisión?
- 1-13** ¿Cuál es el objetivo de la compañía y, por tanto, de todos los administradores y empleados? Analice cómo se mide el logro de este objetivo.
- 1-14** ¿Quiénes son los depositarios de una empresa y qué consideración se les otorga a menudo al alcanzar el objetivo de la compañía? ¿Por qué?
- 1-15** ¿Qué es el problema de administración (agencia)? ¿Cómo actúan las fuerzas del mercado, el activismo de los accionistas y la amenaza de una adquisición hostil a fin de evitar o minimizar este problema?
- 1-16** Defina los costos administrativos (de agencia) y explique por qué las empresas incurren en ellos. ¿Cuáles son los gastos de estructuración y cómo se utilizan? Describa y haga una diferenciación entre los planes de compensación de incentivos y de desempeño. ¿Cuál es la visión actual con respecto a la ejecución de muchos planes de compensación?
- 1-17** ¿Por qué se ha vuelto tan importante la ética corporativa en años recientes? Describa la función de las políticas y los lineamientos éticos corporativos, y analice la relación que se cree existe entre la ética y el precio de las acciones.

Plan general de esta obra

La organización del contenido de esta obra asocia las actividades de la empresa con el valor de ésta, como es determinado en los mercados de valores (bursátiles). Cada área importante de decisión es presentada tanto en términos de factores de rendimiento como de riesgo, y de su efecto potencial sobre la riqueza del propietario, como es reflejada por el valor de las acciones. En los análisis de los capítulos se integra la cobertura de sucesos y temas internacionales.

El disquete, *PMF* para computadora, operado mediante menús, está ligado a diversas partes de la obra para ser empleado en computadoras personales IBM y microcomputadoras compatibles. Contiene tres diferentes conjuntos de rutinas: *PMF Tutor*, *PMF Problem-Solver*

y *PMF Lotus Templates*. *PMF Tutor* es un programa fácil de usar, el cual aumenta las oportunidades de autoevaluación en los capítulos más cuantitativos, además de los incluidos en el material de final de capítulo. Este material ofrece retroalimentación inmediata con soluciones detalladas, asistencia tutorial y se hacen referencias de páginas del texto. Los análisis de contenido del libro y los problemas de final de capítulo, con los cuales se puede utilizar el *PMF Tutor* están marcados con un símbolo . El *PMF Problem-Solver* se puede utilizar como auxiliar para realizar muchos de los cálculos y procedimientos financieros de rutina que se presentan a lo largo de la obra. Por conveniencia, se utiliza un símbolo de disquete  para identificar aquellos análisis de contenido del texto y problemas de final de capítulo que se pueden resolver con *PMF Problem-Solver*. *PMF Lotus Templates* se pueden usar con Lotus 1-2-3 para ingresar datos y resolver problemas más complejos de final de capítulos seleccionados. Estos problemas están denotados claramente con el símbolo de la hoja de cálculo , lo cual permite al estudiante emplear esta poderosa técnica para realizar tipos de análisis "qué hay". El Apéndice B incluye un estudio detallado de cómo usar el *Disco PMF (Tutor, Problem-Solver y Lotus Templates)*.

A continuación se proporciona una breve descripción de cada una de las siete partes del texto. Al final de cada capítulo aparece un caso que integra el material del capítulo, y al final de cada parte hay un caso representativo que enlaza el material que se cubre en los capítulos de cada parte. Los casos de final de capítulo y de parte se pueden utilizar para sintetizar y aplicar conceptos y técnicas relacionados.

Parte I: Objetivos y entorno de la administración financiera

La Parte I dispone el escenario para la subsecuente discusión de la función administrativa financiera. El Capítulo 1 discute las finanzas como un área de estudio, revisa las formas básicas de organización empresarial, describe la función administrativa financiera y presenta el objetivo del administrador financiero. El Capítulo 2 describe el entorno operativo de la empresa. El Capítulo 3 revisa brevemente los estados financieros básicos, y discute los aspectos importantes de la depreciación y del flujo de efectivo. El Capítulo 4 trata el análisis de estados financieros.

Parte II: Conceptos financieros básicos

La Parte II presenta los conceptos financieros básicos subyacentes a los principios y prácticas de los asuntos en marcha. El valor temporal del dinero, los conceptos de riesgo y rendimiento, así como el proceso de valuación se discuten en los capítulos 5, 6 y 7.

Parte III: Decisiones de inversión a largo plazo

La Parte III trata acerca de las decisiones de inversión a largo plazo (presupuesto de capital). El enfoque principal del Capítulo 8 son los principios de presupuesto de capital y flujos de efectivo. El Capítulo 9 analiza la toma de decisiones de presupuesto de capital en condiciones de certidumbre y riesgo, y también algunas mejoras en el proceso de presupuesto de capital. Se necesita conocer cada una de estas áreas para comprender la administración y la selección de inversiones en activos fijos.

Parte IV: Costo de capital, apalancamiento y estructura de capital

La Parte IV está dedicada a tres temas importantes: el costo de capital, apalancamiento y estructura de capital. Estos temas íntimamente relacionados están vinculados de manera directa con el valor de la empresa. El costo de capital, que se estudia en el Capítulo 10, es un elemento importante al proceso de presupuesto de capital. El apalancamiento y la estructura de capital, que se presentan en el Capítulo 11, afectan el costo de capital de la empresa y también el valor de sus acciones. Estos temas muestran la visión de la empresa de diversos proveedores de fondos y permiten al administrador financiero reconocer algunas variables importantes que deben considerarse para obtener fondos a largo plazo.

Parte V: Decisiones de financiamiento a largo plazo

La Parte V describe las principales decisiones de financiamiento a largo plazo. En los capítulos 12 a 14 se analizan el costo, la disponibilidad, las características inherentes, así como las ventajas y desventajas de cada uno de los elementos siguientes: deuda a largo plazo y banca de inversión; acciones comunes y política de dividendos, y acciones preferentes, arrendamiento, convertibles, *warrants* y opciones.

Parte VI: Decisiones financieras a corto plazo

La Parte VI, que se compone de los capítulos 15 a 18, está dedicada a la administración financiera a corto plazo (capital de trabajo). El primer capítulo trata principalmente de la planeación financiera a corto plazo. El enfoque de los tres capítulos siguientes es la administración de las cuentas a corto plazo (o circulantes) principales de la empresa: activos circulantes (como caja, valores negociables, cuentas por cobrar e inventario) y pasivos a corto plazo (como fuentes de financiamiento con garantía y sin garantía a corto plazo). La relación entre los activos circulantes y los pasivos a corto plazo se estudia a la par de las estrategias para su administración eficiente.

Parte VII: Temas especiales de administración financiera

La Parte VII, que se compone de los capítulos 19 y 20, analiza otros tres importantes temas de administración financiera: estructuración corporativa a través de combinaciones, compras con alto apalancamiento y desinversiones; las opciones disponibles para la empresa que fracasa, y las dimensiones internacionales de la toma de decisiones financieras.

Resumen

Objetivo 1 Definir finanzas y describir sus áreas principales —servicios financieros y administración financiera— y las oportunidades de desarrollo en dichas áreas. Las finanzas, arte y ciencia de administrar el dinero, afectan las vidas de todas las personas y de todas las organizaciones. Las principales oportunidades de desarrollo en el área de los servicios financieros se encuentran en la banca e instituciones afines; planeación financiera personal, inversiones, bienes raíces y seguros. La administración financiera, relacionada con las tareas del administrador financiero en la empresa,

ofrece numerosas oportunidades de desarrollo, como analista financiero, analista/gerente de presupuesto de capital, gerente financiero de proyectos, gerente de caja, analista/gerente de crédito y gerente de fondos de pensión. Además, la reciente tendencia hacia la globalización de los mercados ha dado origen a nuevas demandas y oportunidades de empleo en el terreno de la administración financiera.

CA 2 Hacer un repaso de las formas básicas de organización de negocios y sus respectivos puntos fuertes y débiles. Las formas básicas de organización de negocios son la empresa de propiedad unipersonal (persona física), la sociedad (o colectiva) y la corporación (sociedad anónima). Aunque existen más empresas de propiedad unipersonal (personas físicas) que cualquier otra forma de organización de negocios, la corporación es dominante en términos de ingresos y utilidades, resultado de sus operaciones. La responsabilidad limitada y la posibilidad de vender su propiedad son ventajas importantes de las corporaciones, las cuales se diferencian de las empresas de propiedad unipersonal (personas físicas) y de las sociedades. Los principales puntos fuertes y débiles de cada forma de organización están resumidos en la Tabla 1-3.

CA 3 Describir la función de la administración financiera y diferenciar esta de las disciplinas íntimamente ligadas, como la economía y la contabilidad. En empresas grandes, la función de la administración financiera podría ser realizada por un departamento independiente encabezado por un vicepresidente de finanzas, a quien reportan el tesorero y el contralor; en empresas pequeñas, la función financiera suele ser desempeñada por el departamento de contabilidad. La administración financiera está íntimamente ligada a las disciplinas de la economía y la contabilidad. El administrador financiero debe comprender el ambiente económico y apoyarse, fundamentalmente, en el principio económico del análisis marginal cuando toma decisiones. Los administradores financieros utilizan información contable, pero se diferencian de los contadores, quienes prestan atención principalmente a métodos de acumulación, recopilación y presentación de datos, en que aquéllos se concentran en los flujos de efectivo y la toma de decisiones.

CA 4 Identificar las actividades fundamentales del administrador financiero en la empresa y su función en la administración de calidad total (ACT). Las tres actividades fundamentales del administrador financiero son (1) realizar el análisis y planeación financieros, (2) tomar decisiones de inversión y (3) tomar decisiones de financiamiento. Se espera que el administrador financiero, así como todos los demás empleados, desempeñen un papel activo en el programa de administración de calidad total (ACT) de la empresa. Un programa ACT implica el esfuerzo continuo para mejorar las operaciones al modernizar procesos y lograr mayor eficiencia y satisfacción de las necesidades de todos los clientes (tanto internos como externos).

CA 5 Comparar los objetivos de maximización de las utilidades y de la riqueza y justificar el enfoque del administrador financiero en la maximización de la riqueza del propietario y la preservación de la riqueza de los depositarios. La tarea del administrador financiero es maximizar la riqueza de los propietarios (la cual depende del precio de las acciones) y no de las utilidades, ya que la maximización de las utilidades ignora la periodicidad de los rendimientos, no considera directamente los flujos de efectivo e ignora el riesgo. Como el rendimiento y el riesgo son los determinantes principales del precio de las acciones, el administrador financiero debe considerar ambos aspectos al evaluar alternativas de decisión. Las acciones de maximización de la riqueza de los administradores financieros deben ser congruentes con la preservación de la riqueza de los depositarios, que son grupos como empleados, clientes, proveedores, acreedores y otros, quienes tienen vínculo económico directo con la empresa.

CA 6 Analizar el problema de administración de acuerdo con su relación en la maximización de la riqueza de los propietarios y el papel de la ética en el logro de este objetivo. Un problema de administración (agencia) se presenta cuando los administradores, como agentes de los propietarios, anteponen intereses personales a los de la corporación. Las fuerzas del mercado, como el activismo de los accionistas —en particular grandes inversionistas institucionales—, y la amenaza

de una adquisición hostil, previenen o minimizan los problemas de administración (o agencia). Además, las compañías incurren en costos administrativos (de agencia) en la forma de gastos de control y de fianzas, costos de oportunidad y gastos de estructuración, los cuales implican planes de compensación basados en incentivos y desempeño, con el fin de motivar a la administración para que actúe en pro de los intereses de los accionistas. Se cree que son necesarias las prácticas éticas positivas de la empresa y sus administradores para el logro de los objetivos de la empresa de maximizar la riqueza de los propietarios.

Problema

1-1 CA 2 Comparaciones de responsabilidades. Rosalia Granados ha invertido \$25 000 (dólares) en la compañía Desarrollo del Sudeste. Esta empresa recientemente se declaró en quiebra, y tiene \$60 000 en deudas. Explique la naturaleza de los pagos por la señorita Granados, si los hubiera, en cada una de las situaciones siguientes:

- Desarrollo del Sudeste es una empresa de propiedad unipersonal de la señorita Granados.
- La compañía es una sociedad a 50 y 50%, entre Rosalía Granados y Adolfo Tena.
- Desarrollo del Sudeste es una corporación.

Caso del Capítulo 1 Evaluación de la meta de Sport Products, Inc.

Lorena Segura y Javier López trabajan para Sport Products, Inc., fabricante importante de equipo y accesorios para embarcaciones. Lorena es asistente administrativa en el departamento de contabilidad y Javier es empaquetador en el departamento de distribución. Un día, durante su hora de comida, comenzaron a hablar de la compañía. Javier se quejaba de haber trabajado dedicadamente para tratar de no desperdiciar materiales de empaque y realizar su labor económica eficientemente. Pese a sus esfuerzos, y a los de sus compañeros del mismo departamento, el precio de las acciones de la compañía había bajado cerca de \$2 (dólares) por acción en los últimos nueve meses. Lorena indicó que compartía la frustración de Javier, en particular, debido a que las utilidades de la empresa habían aumentado. Ninguno de ellos podía comprender por qué bajaba el precio de las acciones de la compañía mientras aumentaban sus utilidades.

Lorena señaló haber visto documentos que describían el plan de reparto de utilidades de la empresa, según el cual todos los administradores eran compensados de manera parcial con base en las utilidades de la compañía. Ella sugirió que quizá se debía a que las utilidades eran importantes para la administración, pues afectaban directamente su paga. Javier dijo: "Eso no tiene sentido, porque los accionistas son los dueños de la compañía. ¿Qué no se supone que la administración debe hacer su mejor esfuerzo en pro de los accionistas? Algo anda mal!". Lorena respondió: "Bueno, quizá eso explique por qué la compañía no se ha interesado en el precio de las acciones. Mira, las únicas utilidades que reciben los accionistas son en forma de dividendos en efectivo, y esta empresa nunca ha pagado dividendos en sus 20 años de historia. Por tanto, nosotros como accionistas no obtenemos beneficio directo de las utilidades. La única forma en que podemos obtener ganancias es que suba el precio de las acciones". Dijo Javier: "Quizá eso explique por qué la empresa está

siendo investigada por funcionarios ambientales estatales y federales por la descarga de contaminantes en el arroyo contiguo. ¿Por qué gastar dinero en controlar la contaminación? Eso aumenta los costos, reduce las utilidades y, por tanto, disminuyen los ingresos de la administración”.

Lorena y Javier se percatan que había terminado la hora de la comida y debían regresar rápidamente a su trabajo. Antes de irse, decidieron encontrarse al día siguiente para seguir con la discusión del tema.

Se requiere que

- a ¿Qué debe perseguir la administración de Sports Products, Inc. como objetivo principal? ¿Por qué?
- b ¿Parece tener la compañía un *problema de administración (o agencia)*? Explique su respuesta.
- c Evalúe el enfoque de la compañía en torno al control de la contaminación. ¿Parece ser *ético*? ¿Por qué podría beneficiar a los propietarios de la empresa incurrir en el gasto de controlar la contaminación pese a su efecto negativo en las utilidades?
- d Con base en la información proporcionada, ¿qué recomendaciones específicas ofrecería usted a esta compañía?

Capítulo 2 Entorno operativo de la empresa

OBJETIVOS DE APRENDIZAJE

- OA 1** Identificar a los principales participantes en transacciones financieras, así como las actividades básicas y el papel cambiante de las instituciones financieras.
- OA 2** Comprender la relación existente entre las instituciones y mercados financieros, así como el papel, la operación y los participantes en el mercado de dinero.
- OA 3** Describir el mercado de capital, que incluya los principales valores, las bolsas de valores más importantes y el papel de la banca de inversión.
- OA 4** Analizar los fundamentos de las tasas de interés: la tasa real de interés y su relación con la tasa nominal de interés (rendimiento).
- OA 5** Comprender la estructura temporal de las tasas de interés —gráfica de rendimiento y teorías de la estructura temporal—, así como la relación básica entre riesgo y tasas de rendimiento.
- OA 6** Explicar los aspectos fundamentales de la tributación de ingresos ordinarios y ganancias de capital de las empresas, el tratamiento de las pérdidas por impuestos y las corporaciones del Subcapítulo S.

Un estudiante que planea hacer carrera en el terreno empresarial —de hecho, *cualquier* persona que se dedica a los negocios— debe comprender por completo el ambiente en el cual operan las empresas. Dicho medio es como una tela tejida con diferentes hilos —el gobierno federal, sus diversos organismos reguladores, las instituciones financieras y los mercados de dinero y de capital— y cada uno es parte integrante del ambiente empresarial.

Varlen, compañía que cotiza en bolsa (pública), diseña, manufactura y comercializa productos industriales de ingeniería para aplicaciones especializadas en los mercados de transporte y laboratorios, se ve implicada con muchas clases de legislaciones. Hoy, el nivel de intervención del gobierno es mayor que antes, por lo que surte más efecto que hace 10 años. Como las legislaciones y políticas del gobierno cambian con frecuencia, todos los administradores deben estar bien informados para controlar y anticipar el cambio y preparar a la empresa para responder con rapidez.

La política regulatoria afecta nuestra forma de operar, de evaluar el riesgo, de establecer y mejorar costos de productos, de invertir recursos corporativos y de financiar nuestras actividades. Por ejemplo, los cambios en la legislación de emisiones o restricciones de gran relevancia pueden afectar de manera considerable nuestra empresa de transporte, es decir, de la noche a la mañana nos transformará requiriéndonos rediseñar nuestros productos. Aunque no obtenemos rendimientos de nuestras inversiones en materia

de seguridad y ambiente, y ellas no generan ningún valor monetario, debemos aplicarlas o enfrentar multas muy costosas. Emprendemos negocios a nivel internacional y debemos considerar no sólo el comercio, los valores y las leyes arancelarias de Estados Unidos, sino también las del país donde operamos.

La demanda de nuestros productos se ve directamente afectada por las condiciones económicas operantes a nivel mundial, ya que vendemos a

industrias como las del transporte y la petrolífera, las cuales son muy sensibles a cambios económicos. Las tasas de interés son dependientes de los cambios políticos y empresariales, y son un factor decisivo de la fuerza de la compañía. Por ejemplo, las acciones de la Reserva Federal para bajar las tasas de interés suelen estimular la actividad de las empresas. Muchas decisiones de negocios, como la sincronización de desembolsos de capital y ofertas de valores, están basadas en el promedio de la tasa de interés y los administradores deben entender los conceptos implícitos al comportamiento de éstas antes de pedir prestado dinero o invertir.

Actualmente, financiar una empresa es un reto desafiante debido al clima económico en acelerada transformación. A menos que entendamos la forma operativa de las diversas instituciones financieras y mercados de capital y seamos lo

suficientemente astutos para adaptarnos a las condiciones cambiantes del mercado, no podremos aprovechar las oportunidades de financiamiento conforme se presenten. La clave

Hoy, el nivel de intervención del gobierno es mucho mayor que antes.

es utilizar con criterio los mercados de deuda y de capital. Cuando las tasas son bajas debemos asegurar tasas de interés a largo plazo favorables. Como se hizo en la primavera de 1993.

La planeación de impuestos es otra área donde debemos seguir los cambios propuestos y actuar cuando éstos ocurren. Manejar los cambios de impuestos es muy frustrante porque no sabemos cuáles propuestas se volverán leyes. Debemos de-

jar de invertir en equipo nuevo o de construir una planta, en espera de una ley de impuestos favorable, o hacerlo inmediatamente. Además, la aplicación de cambios en leyes de impuestos vuelven obsoletas muchas estrategias de operación y de financiamiento perfectamente adecuadas. También controlan la forma en que estructuramos adquisiciones y fondos para planes de desarrollo: si utilizamos deuda o capital, o si rentamos o compramos equipo.

Sin importar el tipo de empresa, sea un pequeño almacén o una corporación transnacional, los administradores deben entender el medio de operación para planear y controlar de modo adecuado su empresa. La posibilidad de registrar, reconocer y adaptarse al cambiante clima empresarial es una habilidad administrativa importante que será aún más decisiva en el futuro. Un cambio importante en el medio empresarial puede afectar de manera significativa toda su empresa —y en algunos casos sacarlo del negocio— si no está preparado.

El señor Welkise convirtió en presidente de Varlen en 1983; de 1968 a 1983 ocupó puestos administrativos de alto nivel en National Metalwares, Inc., subsidiaria de Varlen. Obtuvo su maestría en Administración Industrial del Colegio de Administración de Empresas de la Universidad de Illinois y es miembro de su Consejo sobre Consultoría para Empresas.

Instituciones y mercados financieros: una descripción general

OA 1

Las instituciones y mercados financieros son elementos importantes del medio operativo de una empresa. ¿Por qué debe un administrador financiero interactuar con instituciones y mercados financieros? ¿De qué forma cree usted que lo haría? Dedique unos minutos para dar respuesta a estas preguntas antes de continuar con la lectura.

OA 2

Las empresas que requieren fondos de fuentes externas pueden obtenerlos de tres maneras. Una es a través de una *institución financiera* que acepta ahorros y los transfiere a quienes necesitan fondos. Otra es a través de *mercados financieros*, foros organizados en los que oferentes y demandantes de fondos pueden realizar transacciones. Una tercera forma es a través de la *colocación privada*. En virtud de la naturaleza no estructurada de las colocaciones privadas, en esta sección nos concentramos principalmente en instituciones y mercados financieros. Sin embargo, la colocación privada de fondos no es inusual (en especial, en el caso de instrumentos de deuda y acciones preferentes).

Instituciones financieras

Las *instituciones financieras* son intermediarios que se ocupan de canalizar los ahorros de personas, empresas y gobiernos a préstamos o inversiones (captación y colocación). Muchas instituciones financieras pagan directa o indirectamente a los ahorradores cierto interés sobre los fondos depositados; otras proporcionan servicios por los cuales cobran alguna cantidad a los depositantes (por ejemplo, la imposición de cargos de servicio a las cuentas de cheques). Algunas instituciones financieras reciben los depósitos de ahorro y prestan este dinero a sus clientes; otras invierten los ahorros de sus clientes en activos que devengan intereses, tales como bienes raíces, acciones o bonos, y otras más prestan dinero e invierten los ahorros. El gobierno exige a las instituciones financieras operar dentro de ciertas limitaciones legales establecidas.

PRINCIPALES PARTICIPANTES EN LAS TRANSACCIONES FINANCIERAS

Los principales proveedores (oferentes) y solicitantes (demandantes) de fondos son las personas, las empresas y los gobiernos. Los ahorros de las personas físicas, depositados en ciertas instituciones financieras, proveen a éstas una gran parte de sus fondos. Las personas físicas no sólo actúan como proveedores de fondos de las instituciones financieras, sino que requieren también fondos en forma de préstamos de estos últimos. Lo relevante aquí es que estos individuos, como grupo, desempeñan el papel de *proveedores netos* de las instituciones financieras, puesto que depositan más de lo que piden prestado.

Las empresas (o personas morales) también depositan parte de sus fondos en las instituciones financieras, sobre todo en cuentas de cheques en diversos bancos comerciales. Al igual que las personas físicas, también obtienen fondos de estas instituciones. Como grupo, las empresas, a diferencia de los individuos, son *solicitantes netos* de fondos, pues piden prestado más de lo que ahorran.

Los gobiernos mantienen en los bancos comerciales depósitos de fondos temporalmente ociosos, además de ciertos pagos de impuestos y pagos de la seguridad social. No adquieren préstamos de modo directo de las instituciones financieras, aunque al vender sus valores a diversas instituciones financieras, los gobiernos indirectamente piden prestado. Tanto las empresas como los gobiernos son *solicitantes netos* de fondos, ya que piden prestado más de lo que ahorran. Todos hemos oído hablar de los déficit presupuestarios que ocurren en los niveles federal, estatal y local del gobierno.

PRINCIPALES INSTITUCIONES FINANCIERAS

Las instituciones financieras más importantes en una economía, como la de Estados Unidos, son los bancos comerciales, los bancos de ahorro, las sociedades de ahorro y crédito, las uniones de crédito, las compañías de seguros de vida, los fondos de pensiones y los fondos mutualistas. Dichos organismos captan fondos de personas, empresas y gobiernos, combinándolos y brindando una gran variedad de servicios, a fin de hacer más atractivos los préstamos disponibles para personas y empresas. Asimismo, las instituciones financieras podrían poner algunos de estos fondos a disposición de diversos requerimientos del gobierno. La Tabla 2-1 contiene una breve descripción de las principales instituciones financieras.

DIVERSAS FUNCIONES DE LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

La aprobación de la **Depositary Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980 (DIDMCA)**; Ley de Control Monetario y Regulación de las Instituciones de Depósito de 1980, señaló el inicio de la "revolución de los servicios financieros", la cual continúa cambiando la naturaleza de las instituciones financieras. Al eliminar los topes en las tasas de interés sobre casi todas las cuentas, y permitir a ciertas instituciones ofrecer nuevos tipos de cuentas y servicios, la DIDMCA intensificó la competencia y acabó las distinciones tradicionales entre estas instituciones. La adquisición de las compañías Shearson Lehman Brothers y E. F. Hutton, ambas dedicadas al corretaje, por parte de Prudential Insurance de Bache & Co. y American Express, son testimonio de esta revolución. Hasta finales de 1992, lo que parecía estar en evolución era el **supermercado financiero**, donde un cliente podía obtener todo un "paquete" de servicios financieros, tales como cuentas de cheques, ahorros, préstamos, tarjetas de crédito, corretaje de valores, seguros y planeación para el retiro, así como de bienes raíces. La "red financiera Sears" de Sears, Roebuck and Company ofrecía una amplia variedad de servicios financieros y se le conocía en diversos medios como un modelo de supermercado financiero. Pero a fines de 1992, Sears comenzó a dismantlar su supermercado al vender su unidad Dean Witter Financial Services, que abarcaba operaciones de corretaje de valores y de la tarjeta Discover, la mayoría de sus propiedades de Coldwell Banker y 20% de su unidad aseguradora Allstate. Al mismo tiempo, surgieron otros supermercados financieros, como American Express, quienes comenzaron a dismantlar sus operaciones. Según parece, la disolución de este supermercado financiero fue el resultado de la imposibilidad de obtener los beneficios calculados de combinar varias empresas de servicios financieros. En este momento parece que el supermercado financiero se encuentra en vías de extinción.

Tabla 2-1 Principales instituciones financieras

Institución	Características
Bancos comerciales	Aceptan ambos depósitos, cuentas de cheques y cuentas de ahorros, también manejan (sólo en Estados Unidos) cuentas negociables de retiro de fondos (NOW de Negotiable Order of Withdrawal), las cuales son cuentas de ahorros que ganan intereses y a la vez funcionan como cuentas de cheques. Además, ofrecen cuentas corrientes de depósito en el mercado de dinero, las cuales pagan tasas de interés competitivas con otros instrumentos de inversión a corto plazo. El banco presta fondos directamente a los solicitantes, o a través de los mercados financieros.
Bancos de ahorro	Estos son semejantes a los bancos comerciales, excepto porque no aceptan depósitos para cuentas de cheques. Obtienen fondos de los ahorradores, de los depósitos de cuentas NOW y de las cuentas de depósito del mercado de dinero. Por lo general, prestan o invierten los fondos a través de mercados financieros, aunque realizan algunos préstamos locales a individuos que los solicitan para adquirir bienes raíces. Se localizan, en primer lugar, en los estados de Nueva York, Nueva Jersey y en Nueva Inglaterra.
Sociedades de ahorro y préstamo	Estas instituciones son semejantes a los bancos de ahorro por el hecho de que sólo manejan fondos captados por cuentas de ahorros, cuentas NOW y cuentas de depósito del mercado de dinero. Además, obtienen parte de su capital de la venta de valores en los mercados financieros. Prestan fondos principalmente a individuos o empresas en forma de hipotecas sobre bienes raíces. Algunos fondos son canalizados a inversiones en los mercados financieros.
Uniones de crédito	Intermediario financiero que se encarga sobre todo de la transferencia de fondos entre personas físicas o consumidores. Pertenecer a un organismo de este tipo suele requerir un enlace común, por ejemplo, trabajar con cierta empresa. Acepta depósitos de ahorro de sus miembros, depósitos de cuentas NOW y cuentas de depósito de los mercados de dinero, y posteriormente presta la mayor parte de estos fondos a otros miembros, quienes por lo regular los utilizan para adquirir bienes, como automóviles o aparatos electrónicos, o para efectuar mejoras en el hogar.
Compañías de seguros de vida	Las compañías aseguradoras son los mayores intermediarios que manejan los ahorros de personas físicas. Reciben pagos de primas que son destinadas a préstamos o inversiones, con el fin de acumular fondos que habrán de cubrir exigencias futuras. Prestan fondos a personas físicas, empresas y gobiernos, o los canalizan a través de los mercados financieros hacia los solicitantes.
Fondos de pensión y seguridad social	Estos fondos son establecidos con el fin de que los empleados de las distintas corporaciones o instituciones del gobierno puedan recibir sus ingresos después de su jubilación. Muchas veces los empresarios contribuyen al fondo de pensiones con una cantidad que suele ser casi la misma a la aportada por los empleados. En ocasiones, se transfiere parte de los fondos directamente a los solicitantes; no obstante, la mayor parte del dinero es prestado o invertido a través de los mercados financieros.
Fondos mutualistas	Son un tipo de intermediario financiero que acumula fondos de los ahorradores y posteriormente los prestan a solicitantes empresariales y gubernamentales. Captan fondos mediante la venta de acciones, asimismo, utilizan los productos de la operación para adquirir bonos y acciones de diferentes instituciones empresariales y gubernamentales. Crean una cartera de valores administrada de manera diversificada y profesional, para alcanzar un objetivo específico de inversión, tal como la liquidez con un alto rendimiento. Existen cientos de fondos con variedad en los objetivos de inversión. Los fondos de los mercados de dinero, que proporcionan rendimientos competitivos con una liquidez muy alta, son populares, en particular cuando las tasas de interés a corto plazo son altas.

El papel de las instituciones financieras continúa aún experimentando cambios ulteriores por la "crisis de las sociedades de ahorro y préstamo", (hipotecarias), de fines de la década de los ochenta. Dicha crisis fue provocada por diversos factores como (1) un aumento en la competencia estimulado por la DIDMCA, (2) la caída de los precios del petróleo y de los bienes raíces en el *oil patch* (áreas productoras de petróleo en Estados Unidos), (3) el incumplimiento en inversiones de bonos chatarra de alto riesgo y alto rendimiento, (4) la pésima administración en términos generales, (5) la mala regulación por las autoridades de las sociedades de ahorro y préstamo, y (6) los actos ilegales y antiéticos de ciertos gerentes de algunas importantes sociedades de ahorro y préstamo y el fracaso de éstas, dio por resultado el plan "para la liberación de la economía" puesto en marcha durante la administración Bush. Este plan —cuyos costos son, por supuesto, absorbidos por los que pagan impuestos— tiene como objetivo resolver la crisis de ahorros y préstamo mediante el suministro del financiamiento requerido, así como por una regulación más restrictiva en el cumplimiento obligatorio de dicho financiamiento, aplicable a las sociedades de ahorro y préstamo de Estados Unidos. Esto originó dos nuevas agencias para afianzar a la industria de éstas sociedades. La Office of Thrift Supervision (OTS) regula la industria. La Resolution Trust Corporation (RTC), unidad de FDIC, se hace cargo de sociedades insolventes, salvaguarda sus depósitos y vende los activos —bienes raíces y préstamos— de estas instituciones quebradas. Hasta mediados de 1992, la RTC había absorbido más de 700 sociedades insolventes, y muchas más se encontraban en peligro de insolvencia. El costo para los contribuyentes del afianzamiento masivo de las sociedades de ahorro y préstamo se ha calculado en cerca de 500 000 millones de dólares. Como resultado de las gestiones del gobierno, no sólo se deben evitar la crisis a futuro sino que se espera también que se desvanezcan aún más las líneas de distinción entre bancos, sociedades de ahorro y préstamo hipotecarias y otras instituciones financieras.

APLICACIÓN EN LA PRÁCTICA

¿Qué aspecto tiene un banco?

Es probable que la mayoría de las personas describan a un banco como un gran edificio de oficinas con grandes espacios, muebles finos y una atmósfera refinada. Sin embargo, muchas personas nunca han visto el interior de un banco o requerido de los servicios que ofrece. Cerca de 15 millones de familias de Estados Unidos viven sin tener relaciones con bancos tradicionales. Los integrantes de estas familias son a menudo pobres, inmigrantes recientes u otros, quienes han sido ignorados por bancos comerciales tradicionales.

New Valley Corporation desea cambiar todo eso. Es posible que usted no conozca el nombre New Valley, pero es seguro que sí conozca su subsidiaria principal: Western Union. Aunque Western Union ha manejado transferencias de dinero durante 127 años a través de su red de 18 000 agentes en Estados Unidos y en el extranjero, la compañía está ampliando su línea de asistencia de servicios financieros para abarcar órdenes de pago, pago electrónico de cuentas y otros servicios destinados a consumidores de bajos ingresos. Así que, ¿qué aspecto tiene un banco? No es el tamaño de la oficina lo que cuenta, sino el acceso conveniente para los clientes y la posibilidad de mover dinero rápidamente a través de una vasta red de sucursales.

Mercados financieros

Los **mercados financieros** proporcionan un foro en el cual los proveedores de fondos y los solicitantes de préstamos e inversiones pueden realizar directamente sus transacciones. Mientras que los préstamos e inversiones de los intermediarios se realizan sin el conocimiento directo de los proveedores de fondos (ahorradores), los intermediarios en el mercado financiero saben exactamente dónde están siendo prestados o invertidos tales fondos. Los dos mercados financieros básicos son el *de dinero* y el *de capital*. Las transacciones en instrumentos de deuda a corto plazo, o valores negociables, se llevan a cabo en el mercado de dinero. Los valores a largo plazo (bonos y acciones) son comercializados en el mercado de capital.

Todos los valores, ya sea que se encuentren en el mercado de dinero o en el de capital, son emitidos de manera inicial en el **mercado primario**. Éste es el único mercado en el cual el emisor corporativo o gubernamental está directamente involucrado en la transacción, y recibe un beneficio directo por la emisión; es decir, la compañía recibe, de hecho, los productos provenientes de la venta de los valores. Una vez que éstos comienzan a comercializarse entre los ahorradores e inversionistas, sean individuales, empresariales, gubernamentales o de las instituciones financieras, se convierten en parte del **mercado secundario**. El mercado primario es el que comercia valores "nuevos"; el mercado secundario puede ser visto como un mercado de valores "usados" o "poseídos con anterioridad".

Relaciones entre mercados e intermediarios financieros

Los intermediarios financieros participan activamente, tanto en el mercado de dinero como en el de capital, como proveedores y solicitadores de fondos. En la Figura 2-1 se muestra el flujo general de fondos entre y a través de intermediarios y mercados financieros; también se muestran las transacciones de colocación privada. Las personas, las empresas y los gobiernos que proveen y demandan fondos pueden ser nacionales o extranjeros. En algunos casos, puede haber obstáculos de tipo legal en las operaciones de ciertas instituciones en el mercado financiero. Terminaremos esta sección con una breve descripción del mercado de dinero, que incluye su equivalente internacional, el *mercado de eurodivisas o euromonedas*. La siguiente sección de este capítulo está dedicada a la discusión del mercado de capital, debido a la importancia que éste reviste para las empresas.

Mercado de dinero (o monetario)

El **mercado de dinero (o monetario)** se establece mediante una relación intangible entre oferentes (prestamistas) y demandantes (prestatarios) de *fondos a corto plazo*, con vencimientos de un año o menos. El mercado de dinero no es una organización real localizada en alguna sede central, como el mercado de acciones o la bolsa de valores, aunque la mayoría de las transacciones del mercado de dinero culminan en la ciudad de Nueva York. Tales transacciones se efectúan en **valores negociables**, los cuales son instrumentos de deuda a corto plazo, como los certificados del Tesoro, el papel comercial (valores negociables) y los certificados de depósito negociables, emitidos por el gobierno,

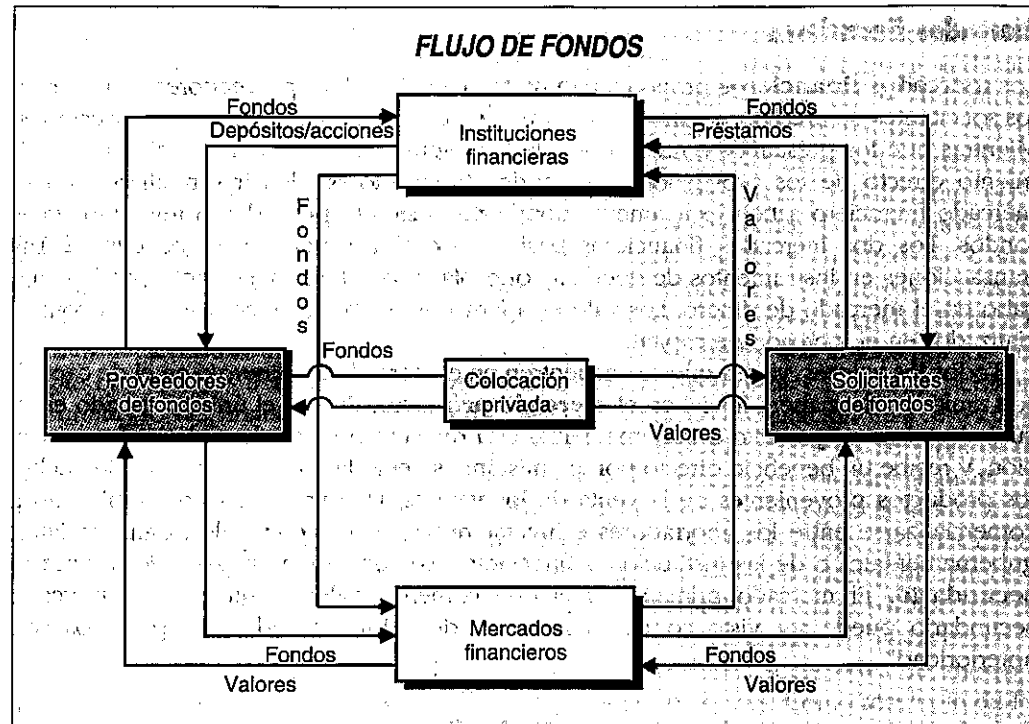


Figura 2-1 Flujo de fondos de instituciones y mercados financieros

las empresas y las instituciones financieras, respectivamente. (Los valores negociables son descritos en el Capítulo 17.)

El mercado de dinero existe porque ciertos individuos, empresas, gobiernos e instituciones financieras poseen fondos temporalmente ociosos que desean colocar en algún tipo de activo líquido, o documentos con ganancia de intereses a corto plazo. Al mismo tiempo, otros individuos, empresas, gobiernos e instituciones financieras se hallan en situaciones en las que necesitan financiamiento temporal o estacional. El mercado de dinero se encarga de reunir a oferentes y demandantes de fondos líquidos a corto plazo.

OPERACIONES DEL MERCADO DE DINERO

¿Cómo se reúnen los oferentes y demandantes de fondos a corto plazo en el mercado de dinero? Lo más común es que establezcan contactos mediante los servicios de los grandes bancos en Nueva York, o a través de operadores de valores gubernamentales o de los bancos centrales (en Estados Unidos por medio de los bancos de la Reserva Federal). Estos últimos sólo intervienen en préstamos que se efectúan entre un banco comercial y otro; dichos préstamos suelen conocerse como transacciones en **fondos federales**. Cierta número de casas de bolsa compran diversos documentos del mercado de dinero para revenderlos. Si una casa de bolsa no tiene lo que busca un comprador, tratará de adquirirlo.

Asimismo, instituciones financieras, como los bancos y los fondos mutualistas, compran documentos del mercado de dinero para que sus carteras puedan suministrar atractivos rendimientos a los depósitos y compras de acciones de sus clientes.

La mayoría de las transacciones del mercado de dinero son realizadas por teléfono. Una empresa que desea comprar ciertos valores negociables puede llamar a su banco, el cual tratará de comprar los valores al establecer contacto con un banco conocido para que "comercie", o negocie, con los valores en cuestión. El banco o la empresa también pueden comunicarse directamente con una **operadora en valores gubernamentales**, la cual es un tipo de intermediario que compra diversos valores del gobierno con fines de revenderlos, así como otros documentos del mercado de dinero. Independientemente de si una empresa o un gobierno *emite* un instrumento del mercado de dinero (demandando fondos a corto plazo), o *compra* un instrumento del mercado de dinero (proporcionando u ofreciendo fondos a corto plazo), cada parte debe comunicarse directamente con la otra o bien emplear un intermediario, como un banco comercial; una operadora en valores del gobierno o una casa de bolsa, para llevar a cabo la transacción. Los individuos que desean comprar valores negociables tienen que hacerlo, por lo general, a través de una casa de bolsa. El mercado secundario (o de reventa) para valores negociables no tiene diferencia con el mercado primario (o de emisiones iniciales), en lo referente a las transacciones básicas que se efectúan.

PARTICIPANTES EN EL MERCADO DE DINERO

Los principales participantes en el mercado de dinero incluyen a las personas, las empresas, los gobiernos y las instituciones financieras. Las personas participan como compradores y vendedores de los instrumentos del mercado de dinero. Sus compras son algo limitadas, debido a las grandes denominaciones —por lo general de \$100 000 (dólares) o más— de dichos documentos. Algunos bancos y casas de bolsa "subdividen" los valores negociables para ponerlos a disposición en denominaciones más pequeñas. Las personas venden los valores negociables en el mercado de dinero, no como emisores sino para liquidar sus documentos antes de su vencimiento. Los individuos, o personas físicas, no emiten valores negociables.

Las empresas, los gobiernos y las instituciones financieras compran y venden valores negociables. Pueden ser los emisores primarios, o bien, pueden vender los documentos que han adquirido y que desean liquidar antes de su vencimiento. Por tanto, pueden actuar como vendedores primarios o secundarios de dichos valores. Desde luego, cada uno de ellos puede emitir sólo ciertos documentos del mercado de dinero; por ejemplo, una empresa, no puede emitir un certificado del Tesoro. Algunas instituciones financieras compran valores negociables específicamente para su reventa, mientras que otras los compran como inversiones a corto plazo. Las empresas y los gobiernos compran valores negociables para obtener rendimientos sobre fondos temporalmente ociosos.

MERCADO DE EURODIVISAS (O EUROMONEDA)

Al equivalente internacional del mercado de dinero de Estados Unidos se le conoce como **mercado de eurodivisas** (o **euromoneda**). Éste es el mercado para depósitos bancarios a corto plazo denominados en dólares estadounidenses u otras divisas de fácil conversión.

Históricamente, el mercado de eurodivisas ha estado centralizado en la ciudad de Londres, pero ha evolucionado en una globalización de los mercados con depósitos totales que exceden los \$5 billones (de dólares).

Los depósitos en eurodivisas aparecen cuando una corporación o individuo efectúa un depósito en un banco en una moneda diferente a la local del país donde se encuentra dicho banco. Por ejemplo, si una compañía trasnacional depositara dólares estadounidenses en la sucursal de Londres de un banco europeo o estadounidense, esto daría lugar a un depósito en eurodólares (depósito de dólares en un banco de Europa). Casi todos los depósitos en eurodólares son a plazo, lo que significa que el banco prometería devolver el depósito, con intereses, en una fecha fija en el futuro (por ejemplo, seis meses). En tanto, el banco tiene la libertad de prestar este depósito en dólares a corporaciones o gobiernos con buen récord de crédito, y el banco gana una utilidad sobre la diferencia entre la tasa de interés que paga por el depósito y la tasa que cobra sobre el préstamo. Si el banco no puede encontrar un demandante del dinero, en su lugar, puede prestar el depósito a otro banco internacional. La tasa que se cobra sobre estos préstamos "interbancarios" recibe el nombre de **London Interbank Offered Rate (LIBOR)**, y es la tasa base que se utiliza para todos los préstamos en eurodivisas.

El mercado de eurodivisas ha crecido rápido desde su creación en la década de los cincuenta, debido principalmente a que es un mercado mayorista no legislado que satisface de forma plena las necesidades de prestatarios y prestamistas. Los inversionistas con exceso de efectivo pueden hacer grandes depósitos a corto plazo a tasas de interés atractivas y seguras, en tanto que los prestatarios pueden solicitar préstamos cuantiosos, rápida y confidencialmente, también a tasas de interés atractivas. La competencia entre bancos y también la naturaleza mayorista del mercado garantizan una diferencia muy pequeña entre las tasas para pedir y para prestar dinero. Por último, como los depósitos no están denominados en monedas locales, los bancos centrales nacionales nunca han podido controlar o regular de manera efectiva el mercado. En cambio, los banqueros centralizados han promovido los préstamos en eurodivisas de los bancos de sus naciones para captar una mayor parte del mercado total.

REPASO DE CONCEPTOS

2-1 ¿Qué función desempeñan las instituciones financieras en nuestra economía? ¿Cuáles son los principales participantes en estas transacciones? Indique quiénes son proveedores (oferentes) netos y quiénes son solicitantes (demandantes) netos.

2-2 ¿Qué hizo la **Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act de 1980 (DIDMCA)** para iniciar la "revolución de los servicios financieros"? ¿Qué es la "crisis de sociedades de ahorro y préstamo" y qué efecto ha surtido en las instituciones financieras?

2-3 ¿Cuáles son los **mercados financieros** y qué papel desempeñan en nuestra economía? ¿Qué relación existe entre las instituciones financieras y los mercados financieros?

2-4 ¿Qué es el **mercado de dinero**? ¿Dónde tiene su sede? ¿Cómo difiere del mercado de capital?

2-5 ¿Qué es el **mercado de eurodivisas**? ¿Qué es la **London Interbank Offered Rate (LIBOR)** y cómo se utiliza en este mercado?

Mercado de capital

DA
3

Los intercambios de valores forman la columna vertebral del mercado de capital, también llamado mercado a largo plazo. Es el administrador financiero de una corporación importante quien comercializa públicamente. ¿Por qué serían estos intercambios importantes para usted? Piense algunos minutos sobre esta pregunta antes de continuar con su lectura.

El **mercado de capital** es una relación financiera creada por cierto número de instituciones y convenios, que permiten llevar a cabo transacciones entre oferentes y demandantes de **fondos a largo plazo**, es decir, fondos con un vencimiento mayor de un año. Dentro de dichas transacciones se incluyen las emisiones de valores de las empresas y de los gobiernos locales, estatales y federales. La columna vertebral del mercado de capital la constituyen las bolsas de valores, que proporcionan un foro para las transacciones de deudas y de capital. El fácil funcionamiento del mercado de capital, que es incrementado por las actividades de los **banqueros de inversiones**, es importante para el crecimiento a largo plazo de las empresas.

Principales valores

Los valores más importantes que se comercializan en el mercado de capital son los bonos (deuda a largo plazo) y las acciones, tanto comunes como preferentes (capital o propiedad). Los **bonos** son instrumentos de deuda a largo plazo, utilizados por las empresas y los gobiernos para captar grandes sumas de dinero, las cuales provienen por lo general de un grupo variado de prestamistas. Los **bonos corporativos** suelen pagar un interés **semestral** con una **tasa establecida de interés**, y tienen un vencimiento inicial de entre 10 y 30 años, con un **valor nominal** de \$1 000 (dólares), el cual debe pagarse al momento de su vencimiento. Los bonos son descritos con más detalle en el Capítulo 12.

EJEMPLO Industrias Cato, fabricante de cinescopios, acaba de emitir un bono a 20 años, con una tasa establecida de interés de 12%, a un precio de \$1 000 (dólares) a la par (valor nominal), que paga el interés semestralmente. Los inversionistas que compren este bono adquirirán el derecho contractual a (1) \$120 de interés anual (tasa establecida de interés de 12% × \$1 000 valor nominal), distribuido en \$60 al final de cada seis meses ($1/2 \times \$120$) durante un lapso de 20 años, y (2) a los \$1 000 de valor nominal al cabo de los 20 años. ■

Las **acciones comunes** (u **ordinarias**) son unidades de propiedad o capital social de una corporación. Los propietarios de acciones comunes esperan percibir un rendimiento en forma de **dividendos**, que son distribuciones periódicas de las ganancias, o bien, por medio de aumentos en el precio de las acciones. Las **acciones preferentes** son una forma especial de propiedad, la cual comparte características tanto de los bonos como de las acciones comunes. A los tenedores de acciones preferentes se les promete un dividendo fijo de forma periódica, el cual debe pagarse antes de efectuar cualquier pago de dividendos a los propietarios de acciones comunes. En otras palabras, las acciones preferentes tienen

“preferencia” sobre las acciones comunes. Las acciones comunes y las preferentes son descritas con más detalle en los capítulos 13 y 14, respectivamente.

Principales bolsas de valores

Como se dijo, las **bolsas de valores** constituyen el mercado en el cual las empresas pueden obtener fondos por medio de la venta de nuevos valores, y en donde los compradores de valores pueden mantener su liquidez y tienen la oportunidad de revenderlos fácilmente cuando sea necesario. Mucha gente se refiere a las bolsas de valores como “mercados accionarios”, pero este nombre es algo engañoso, porque en estas bolsas se comercian bonos, acciones comunes y preferentes, así como una diversidad de instrumentos de inversión. Los dos tipos principales de bolsas de valores son las bolsas organizadas y los mercados que realizan transacciones sobre el mostrador (fuera de la bolsa). Además, existen mercados importantes fuera de Estados Unidos.

BOLSAS DE VALORES ORGANIZADAS

Las **bolsas de valores organizadas** son organizaciones tangibles que actúan como *mercados secundarios* en los cuales se negocian valores. Las bolsas de valores constituyen más de 72% del *volumen total en dólares* de acciones locales comerciadas. Las bolsas organizadas más importantes son la Bolsa de Valores de Nueva York (New York Stock Exchange, NYSE) y la Bolsa Americana de Valores (American Stock Exchange, AMEX), ambas con sede en la ciudad de Nueva York. También existen en Estados Unidos otras bolsas de valores regionales, como la Bolsa de Valores de la Región Central (Midwest Stock Exchange), en Chicago, y la Bolsa de Valores del Pacífico (Pacific Stock Exchange), en San Francisco.

La mayoría de las bolsas de valores siguen como modelo a la Bolsa de Valores de Nueva York, en la cual se negocia más de 85% de las acciones de las bolsas organizadas en Estados Unidos. Para realizar transacciones sobre el “piso de remates” de la Bolsa de Valores de Nueva York, una persona o empresa debe poseer un “asiento” en ésta. Existe un total de 1 366 asientos en el NYSE, de los cuales la mayoría son propiedad de las casas de bolsa. Con el fin de ser admitida para comerciar en una bolsa de valores, la firma debe presentar una solicitud para el enlistamiento y llenar varios requisitos. Una firma, por ejemplo, para figurar como miembro de la NYSE, tiene que contar por lo menos con 2 000 accionistas que posean 100 o más acciones, con un mínimo de 1.1 millones de acciones colocadas entre el público, una capacidad de ganancia demostrada de \$2.5 millones (de dólares) antes de impuestos en el momento de su admisión, y \$2 millones antes de impuestos por cada uno de los dos años anteriores; asimismo, debe poseer activos netos tangibles por \$18 millones, y un total de \$18 millones como valor comercial de las acciones negociadas públicamente. Es obvio que sólo las grandes empresas pueden ser candidatas a ser admitidas en la Bolsa de Valores de Nueva York.

Las transacciones se llevan a cabo en el piso de remates de la bolsa mediante un *proceso de subasta*. El objetivo de tal proceso es cumplir con las *órdenes de compra* (órdenes para adquirir valores) al precio más bajo, y cumplir las *órdenes de venta* (órdenes para vender valores) al precio más alto, de manera tal que compradores y vendedores reciban el mejor

precio posible. La manera general de proceder para colocar y ejecutar una orden, puede describirse mediante un ejemplo sencillo.

EJEMPLO Kathryn Blake, quien tiene una cuenta con Merrill Lynch, desea comprar 200 acciones de Microsoft Corporation, al precio prevaleciente en el mercado. Kathryn llama a su ejecutivo de cuenta,¹ Howard Kohin, de Merrill Lynch, y coloca su orden. Howard inmediatamente transmite la orden a la oficina principal de Merrill Lynch en Nueva York, la cual, a su vez, transmite la orden de inmediato al empleado de Merrill Lynch que se encuentra en el piso de remates de la bolsa. El empleado pasa la orden a uno de los miembros registrados en la bolsa, quien a continuación, se dirige al sitio de operaciones correspondiente, ejecuta la orden al mejor precio posible y regresa luego con el empleado, quien comunica por teléfono o telégrafo el precio de ejecución y la confirmación de la transacción a la oficina del corredor. Howard recibe la información importante y se la comunica a Kathryn. Después, Howard debe documentar la transacción. ■

Una vez colocada la orden, ésta puede ser ejecutada en pocos minutos, gracias a los avanzados medios de telecomunicación. La venta de acciones se manejaría de manera similar. La información sobre los movimientos de los valores del día es reportada a través de distintos medios, entre ellos las publicaciones financieras como *The Wall Street Journal*.

BOLSA SOBRE EL MOSTRADOR (O MERCADO FUERA DE LA BOLSA)

La **bolsa sobre el mostrador** (o **fuera de la bolsa**, OTC, del inglés: over-the-counter) no es una institución, sino un mercado intangible para la compra y venta de valores no cotizados en las bolsas organizadas. El precio de mercado de los valores que se negocian “sobre el mostrador” resulta de una combinación entre las fuerzas de oferta y demanda de éstos, y es llevado a cabo por los *operadores*. Dichos operadores están vinculados con compradores y vendedores de valores por medio del *National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ) System*, el cual es un avanzado sistema de telecomunicaciones que proporciona los precios actuales de oferta y demanda de miles de valores comercializados fuera de la bolsa. El *precio de subasta* (o *postura*) es el precio más alto ofrecido por un operador para comprar una acción determinada, y el *precio de oferta* es el precio más bajo al cual está dispuesto a vender la acción. En efecto, el operador aumenta valores a su inventario comprándolos al precio de subasta, y vende valores al precio de oferta, con la confianza de obtener ganancias por la *diferencia de precios* entre ambas partes. En contraste con el proceso de subasta en las bolsas de valores, los precios de los valores sobre el mostrador son determinados por las propuestas y negociaciones competitivas. Las bolsas sobre el mostrador, aparte de crear un *mercado secundario* (de *reventa*) de valores en circulación, son también un *mercado primario* en el cual se venden nuevas emisiones públicas. La bolsa sobre el mostrador de Estados Unidos cuenta con aproximadamente 28% del *total de los valores negociados*.

¹ El título *ejecutivo de cuenta* o *consultor financiero* se utiliza a menudo para hacer referencia a un individuo que por tradición ha sido llamado *corredor de bolsa*. Se cree que estos títulos confieren mayor responsabilidad al puesto y cambian la imagen del corredor de bolsa, de un vendedor a un administrador financiero personal que ofrece servicios financieros diversificados a sus clientes.

MERCADOS DE CAPITAL INTERNACIONALES

Si bien los mercados de capital estadounidenses son por mucho los más grandes del mundo, hay importantes mercados de deuda y de capital fuera de este país. El mercado internacional de bonos más antiguo y grande, el **mercado de eurobonos**, es el equivalente en varios aspectos a largo plazo de los mercados de eurodivisas antes estudiados. En dicho mercado, las corporaciones y los gobiernos emiten bonos denominados en dólares u otras divisas que se pueden convertir en dólares y venderlos a inversionistas fuera de Estados Unidos o en el país en cuya divisa estén denominados los bonos. Por ejemplo, una corporación de Estados Unidos podría emitir bonos denominados en dólares que serían adquiridos por inversionistas de Bélgica, Alemania, Suiza u otros países.

Los inversionistas encuentran atractivos los eurobonos porque ofrecen diversificación de divisas y porque, como **bonos al portador** (cuyo pago se hace al tenedor), ofrecen el anonimato al inversionista que desea evadir el pago de impuestos. Las empresas y los gobiernos emisores prefieren el mercado de eurobonos, ya que les permite captar un número de inversionistas disponibles mayor que, por lo general, en el mercado local y porque la competencia mantiene sus tarifas atractivamente bajas. En años recientes, se han emitido al año entre \$150 000 millones y \$250 000 millones (de dólares) en eurobonos. La combinación de divisas de estos bonos fluctúa con el tiempo, pero en la mayoría de los años, cuando menos la mitad de los bonos emitidos están denominados en dólares estadounidenses.

El mercado de bonos extranjeros es otro foro de venta de títulos de deuda a largo plazo en el cual participen emisores e inversionistas internacionales. Un **bono extranjero** es un certificado emitido por una corporación o gobierno extranjero, denominado en la moneda local del inversionista y vendido en el mercado local del mismo. Un bono emitido por una compañía estadounidense denominado en francos suizos y vendido en Suiza es un ejemplo de bono extranjero. Aunque este mercado es menor que el de eurobonos, muchos emisores han descubierto que ésta es una forma atractiva de captar mercados de deuda en Suiza, Alemania, Estados Unidos y Japón, así como en otros países.

Por último, en la década pasada surgió un vibrante **mercado de capital internacional**. Muchas corporaciones han descubierto que pueden vender de manera simultánea grandes paquetes de acciones a inversionistas de varios países. Esto no sólo ha permitido a las corporaciones diversificar su base de inversionistas, sino que también les ha permitido captar capitales más cuantiosos que los que se podrían haber captado en un mercado nacional cualquiera. También se ha demostrado que las ventas de capital internacional son indispensables para los numerosos gobiernos que han puesto en marcha programas de privatización en los últimos años, ya que las compañías del Estado vendidas a inversionistas privados por lo regular son muy grandes. Varias emisiones de acciones de privatización recientes han captado más de \$10 000 millones, las cuales no podrían haber sido colocadas sin la participación activa de inversionistas internacionales.

APLICACIÓN EN LA PRÁCTICA

Manhattan no es el único lugar donde se pueden comerciar acciones

Es fácil olvidar que el comercio de acciones se realiza en todo el mundo, no sólo en Nueva York. Muchas acciones europeas, como las de la compañía holandesa Ahold, que se venden en la bolsa de valores

NASDAQ, están disponibles directamente en el mercado de valores de este país para inversionistas de Estados Unidos. Pero algunas acciones extranjeras se comercian sólo en las bolsas de valores locales. ¿Por qué podría desear la compra de una de estas acciones? Porque usted puede percibir una tasa de rendimiento atractiva sobre su inversión.

El valor incrementado del dólar en 1993 impulsó a muchos inversionistas estadounidenses a comprar acciones europeas (en particular aquellas emitidas por compañías con percepciones de operaciones en Estados Unidos y de exportaciones a ese país). Un dólar fuerte significa que las ventas denominadas en dólares se traducen en más marcos, libras o francos. Esto aumenta las utilidades de compañías extranjeras e incrementa el valor de sus acciones. ¿Pero cómo se pueden comprar acciones que se comercian sólo en Europa? Cualquier corredor de bolsa transnacional aceptará su negocio y muchos se distraen de su actividad central para atraer a clientes de Estados Unidos. Por ejemplo, los corredores de bolsa holandeses Capel y Pierson, de Heldring & Pierson, envían mensualmente por correo estados de cuenta en inglés a sus clientes en Estados Unidos.

Función de las bolsas de valores

Además de su papel de crear mercados líquidos continuos en los cuales las empresas puedan obtener el financiamiento requerido, las bolsas de valores crean **mercados eficientes**, que destinan fondos para ser usados de forma productiva. Esto resulta cierto en el caso de aquellos valores que se comercian activamente en las principales bolsas, donde la competencia entre los inversionistas, que buscan maximizar la riqueza, determina y da a conocer los precios, los cuales se supone se encuentran cerca de su valor real o de mercado. El precio de un valor individual es determinado por lo que se compra y se vende, o por la oferta y la demanda para el valor. La Figura 2-2 describe la interacción de las fuerzas de la demanda (representadas por la línea D_0) y la oferta (representada por la línea S) para un valor determinado, vendiéndose por lo general a un precio de equilibrio (P_0). Las acciones (Q_0) son comerciadas a este precio.

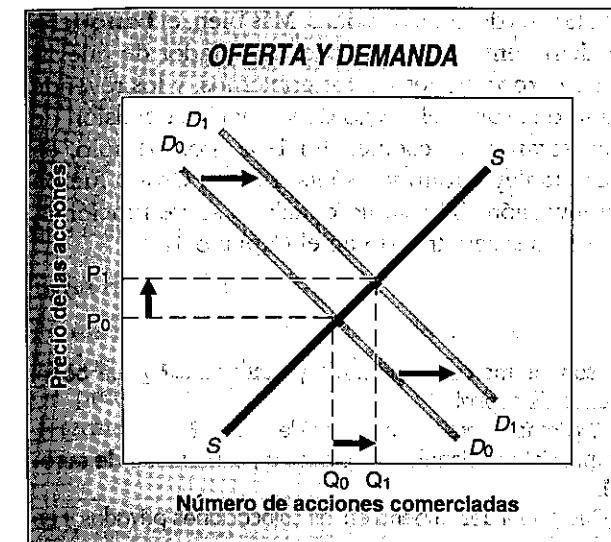


Figura 2-2 Oferta y demanda de un título o valor

Un mercado de capital reúne tanto a los compradores como a los vendedores de todas las áreas geográficas, al tiempo que les proporciona cierto anonimato. Este foro de comercialización ayuda a asegurar un mercado eficiente, en el cual el precio refleja el valor real de la acción. Desde luego, el cambio en las evaluaciones de una empresa experimenta cambios en la demanda y la oferta de sus valores, y resulta finalmente en un nuevo precio de los valores. Suponga, por ejemplo, que es anunciado un descubrimiento favorable, por parte de la empresa de la Figura 2-2, y que los inversionistas del mercado aumentan sus valuaciones de las acciones de la empresa. El cambio en la evaluación resulta en un cambio en la demanda de D_0 a D_1 ; se comercializarán las acciones Q_1 , y esto arrojará como resultado un precio de equilibrio nuevo y más alto de P_1 . El mercado competitivo creado por las principales bolsas de valores proporciona un foro en el cual el precio de una acción es ajustado continuamente a los cambios en la oferta y la demanda. Puesto que los precios se encuentran fácilmente disponibles, las partes interesadas pueden utilizar esta información para efectuar mejores decisiones de compra y venta.

Papel del banquero de inversiones (banca de inversión)

A fin de obtener dinero en el mercado de capital, las empresas pueden llevar a cabo tanto colocaciones privadas como ofertas públicas. La **colocación privada** implica la venta directa de una nueva emisión de valores, por lo general deuda o acciones preferentes, a uno o a un grupo de inversionistas, tal como una compañía de seguros de vida o un fondo de pensiones. Sin embargo, la mayoría de las empresas captan dinero a través de una **oferta pública** de valores; esto es, en forma de una emisión no exclusiva de bonos o acciones. La mayoría de las empresas contratan a un banquero de inversiones cuando realizan una oferta de valores, sean éstos de colocación privada o pública, a fin de hallar compradores para las nuevas emisiones de valores.

El término *banquero de inversiones (banca de inversiones)* es algo inexacto, porque un banquero de inversiones no es ni un inversionista ni un banquero, ni efectúa tampoco inversiones a largo plazo, ni cuida de los ahorros de otras personas. Más bien, el **banquero de inversiones** actúa como un intermediario entre el emisor y el comprador de nuevas emisiones de valores, compra valores a las corporaciones y a los gobiernos, y los revende al público en el *mercado primario*. Aparte de asumir el riesgo de vender una emisión de valores, los banqueros de inversiones asesoran a sus clientes. En 1992, por ejemplo, en Estados Unidos, Goldman Sachs, Morgan Stanley Group y CS First Boston Group fueron las tres primeras empresas de banca de inversión. (El estudio detallado sobre funciones, organización y costo de la banca de inversiones será tratado en el Capítulo 12.)

REPASO DE CONCEPTOS

2-6 ¿Qué es el **mercado de capital**? ¿Qué son los mercados **primario** y **secundario**? ¿Qué papel desempeñan las bolsas de valores en el mercado de capital?

2-7 ¿Cómo opera la bolsa sobre el mostrador? ¿Cómo difiere de las bolsas de valores?

2-8 Describa brevemente los mercados de capital internacionales, en particular, el **mercado de euro-bonos** y el **mercado de capital internacional**.

2-9 ¿Qué es un **banquero de inversiones**? ¿Qué papel desempeña en las colocaciones privadas y en las ofertas públicas?

Tasas de interés y rendimientos requeridos

OA 4

Las tasas de interés y los rendimientos requeridos representan los costos para obtener varias formas de financiamiento. De hecho, escuchamos o leemos sobre las tasas de interés y sus movimientos casi a diario. ¿Puede usted identificar los principales factores que componen y afectan el nivel de estas tasas aplicables a una empresa determinada? Dedique unos minutos para contestar esta pregunta antes de seguir con su lectura.

OA 5

Las instituciones y los mercados financieros constituyen el mecanismo en virtud del cual fluyen los fondos entre los ahorradores (proveedores de fondos) y los inversionistas (solicitantes de fondos). El nivel del flujo de fondos entre los proveedores y los solicitantes puede afectar de manera significativa el crecimiento económico. Dicho crecimiento resulta de la interacción de una diversidad de factores económicos, por ejemplo, la oferta de dinero, las balanzas comerciales y las políticas económicas, los cuales afectan al costo del dinero (la tasa de interés o el rendimiento requerido). El nivel de esta tasa actúa como un instrumento regulador que controla el flujo de los fondos entre oferentes y demandantes. Por lo general, cuanto más baja sea la tasa de interés, más alto será el flujo de los fondos, y por tanto, más dinámico el crecimiento económico, y viceversa. Las tasas de interés y los rendimientos requeridos son variables clave que ejercen influencia en las actividades del administrador financiero.

Fundamentos de las tasas de interés

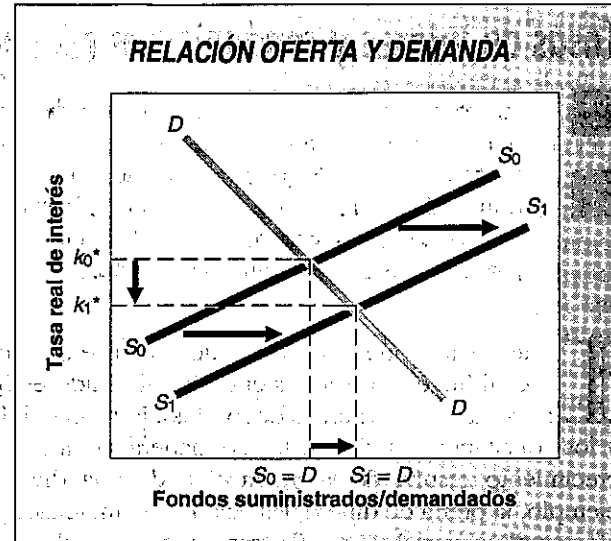
La tasa de interés, o el rendimiento requerido, representa el costo del dinero. Es el alquiler o nivel de compensación que un demandante de fondos debe pagar al proveedor. Cuando los fondos se otorgan en préstamo, el costo de prestarlos constituye la **tasa de interés**. Cuando se invierten fondos para obtener un interés de propiedad (o capital), como en la compra de acciones, el costo para el demandante se conoce por lo común como **rendimiento requerido**, el cual refleja el nivel del rendimiento esperado. En ambos casos, el proveedor es compensado por la contribución de fondos de deuda o de capital. El ignorar los factores de riesgo, la tasa de interés nominal (el costo de los fondos) resulta de la **tasa real de interés** ajustada a las expectativas inflacionarias y **preferencia de liquidez** que son preferencias generales de los inversionistas para valores a corto plazo.

TASA REAL DE INTERÉS

En un *mundo perfecto*, carente de inflación, en el cual los oferentes y demandantes de fondos fuesen indiferentes a los términos de préstamos o inversiones, porque carecieran de preferencia de liquidez y todos los resultados fueran seguros,² en un momento determinado existiría un costo del dinero: la **tasa real de interés**. La tasa real de interés

² Estas suposiciones se hacen para describir la tasa de interés más básica, la *tasa real de interés*. Un análisis profundo relaja estas conjeturas para desarrollar el concepto más amplio de la tasa de interés y el rendimiento requerido.

Figura 2-3 Suministro de ahorros y demanda de fondos de inversión



crea un equilibrio entre el suministro de ahorros y la demanda de fondos para las inversiones. Ésta es importante por el hecho de que representa el costo básico del dinero, y puede ser ajustada a las expectativas inflacionarias, al emisor y a las características de la emisión, como el riesgo para estimar las tasas de interés (rendimientos). En Estados Unidos, la tasa real de interés es supuestamente estable, y equivale a alrededor del 2%.³ Esta relación de oferta y demanda se muestra en la Figura 2-3 por la función de oferta (S_0) y la función de demanda (D). Un equilibrio entre la oferta y demanda de fondos ($S_0 = D$) ocurre con una tasa de interés k_0^* , la tasa real de interés.

Es evidente que la tasa real de interés cambia en la medida en que lo experimentan las condiciones de la economía, gustos y preferencias. Una balanza comercial internacional favorable podría resultar en una oferta de fondos incrementada y causar que la función de oferta, mostrada en la Figura 2-3, se mueva a, digamos, S_1 . Esto podría resultar en una tasa real de interés más baja, k_1^* , en equilibrio ($S_1 = D$). Asimismo, un cambio en las leyes fiscales u otros factores podrían afectar la demanda de fondos, y causar un ascenso o descenso de la tasa real de interés a un nuevo nivel de equilibrio.

TASA NOMINAL DE INTERÉS (RENDIMIENTO)

La **tasa nominal de interés** es la tasa de interés verdadera cargada por el proveedor de fondos y pagada por el demandante. Difiere de la tasa real de interés, k^* , como resultado

³ Los datos proporcionados por Roger G. Ibbotson y Rex A. Sinquefeld en *Stocks, Bonds, Bills and Inflation: Historical Returns* (Chicago: Dow-Jones Irwin, 1989), actualizados en *SBBI 1992 Yearbook* (Chicago: Ibbotson Associates, 1992), demuestran que en el periodo de 1926 a 1992, los certificados del Tesoro de Estados Unidos ofrecieron una tasa promedio real de rendimiento anual de cerca de 0.5%. Debido a ciertos acontecimientos económicos importantes ocurridos en el periodo de 1926 a 1992, muchos economistas creen que la tasa real de interés durante años recientes ha sido de cerca de 2%.

de dos factores: (1) las expectativas inflacionarias reflejadas en una prima de inflación (PI), y (2) el emisor y las características de la emisión, como la inexistencia de riesgo y las condiciones contractuales, reflejadas en una prima de riesgo (PR). Al utilizar esta notación, la tasa nominal de interés para el valor 1, k_1 , está determinada en la Ecuación 2.1:

$$k_1 = \underbrace{k^* + PI}_{\text{tasa libre de riesgo, } R_F} + \underbrace{PR}_{\text{prima de riesgo}} \quad (2.1)$$

Como indican las llaves horizontales en la ecuación, la tasa nominal, k_1 , está compuesta por dos elementos básicos: una tasa de interés libre de riesgo, R_F , más una prima de riesgo, PR :

$$k_1 = R_F + PR \quad (2.2)$$

A fin de simplificar la exposición, suponga que la prima de riesgo, PR , es igual a cero. Al extraer de la Ecuación 2.1⁴ la tasa libre de riesgo se puede presentar como:

$$R_F = k^* + PI \quad (2.3)$$

Así que nos concentramos sólo en la **tasa de interés libre de riesgo, R_F** , que se define como el rendimiento requerido de un activo libre de riesgo.⁵ La tasa libre de riesgo (como se muestra en la Ecuación 2.3) comprende la tasa real de interés más la expectativa inflacionaria. Los **certificados del Tesoro** de Estados Unidos a tres meses, que son pagarés a corto plazo emitidos por el Tesoro, se consideran activos libres de riesgo.

La prima para *expectativas inflacionarias* representa la tasa de *inflación* promedio (cambio de nivel de precio) esperada en el transcurso del plazo del préstamo o de la inversión. No es la tasa de inflación del pasado inmediato, más bien refleja la tasa prevista. Por ejemplo, tomemos el activo libre de riesgo. Durante la semana que finalizó el 29 de mayo de 1992, los certificados del Tesoro a tres meses obtuvieron una tasa de rendimiento de 3.71%. Si se supone una tasa real de interés de aproximadamente 2%, los proveedores de fondos previeron una tasa (anual) de inflación de 1.71% (3.71% - 2.00%) para los siguientes tres meses. Dicha expectativa contrastaba de manera sorprendente con la tasa de inflación esperada 11 años antes de la semana que finalizó el 22 de mayo de 1981. En esas fechas, la tasa de certificados del Tesoro a tres meses era de 16.60%, lo que significaba una tasa (anual) de inflación esperada de 14.60% (16.60% - 2.00%). La prima de inflación esperada cambia a través del tiempo y reacciona a numerosos factores, dentro de los cuales

⁴ Esta ecuación se conoce comúnmente como *ecuación de Fisher*, en honor al reconocido economista Irving Fisher, quien presentó por primera vez esta relación aproximada entre el interés nominal y la tasa de inflación. Véase Irving Fisher, *The Theory of Interest* (Nueva York: Macmillan, 1930).

⁵ Posteriormente en esta exposición se estudian y ejemplifican la prima de riesgo y su efecto en la tasa nominal de interés.

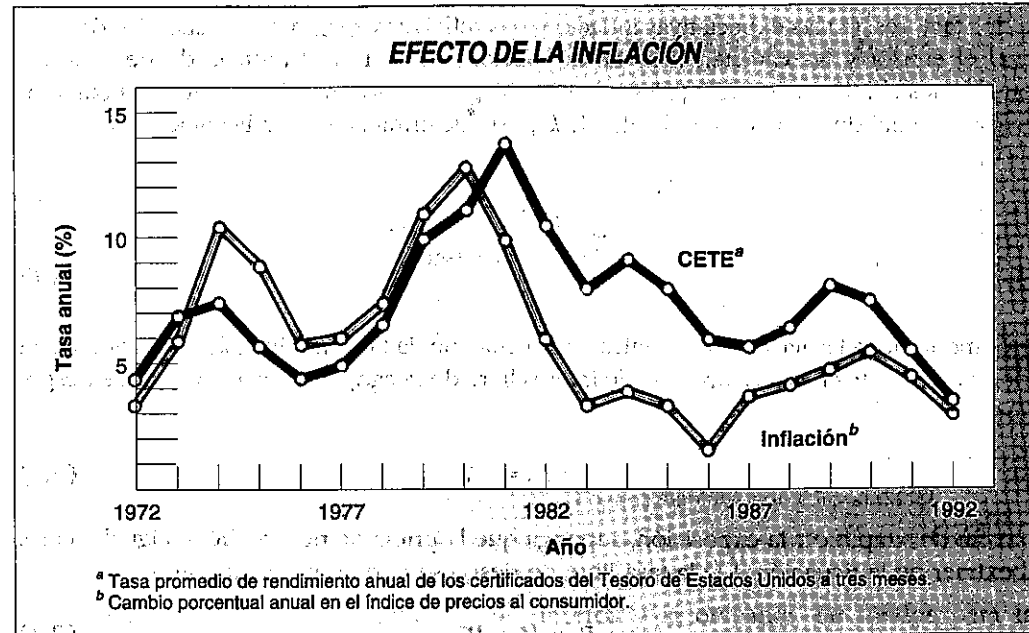


Figura 2-4 Relación entre la tasa anual de inflación y los rendimientos promedio de los certificados del Tesoro de Estados Unidos a tres meses, 1972-1992

Fuente: Datos de boletines seleccionados del *Federal Reserve Bulletin*.

se incluyen las tasas de inflación recientes, las políticas gubernamentales y los sucesos internacionales.

La Figura 2-4 ilustra el movimiento de la tasa de inflación y la tasa de interés libre de riesgo durante un periodo de 20 años, de 1972 a 1992. En este lapso, ambas tasas tendían a comportarse de manera similar. Durante el embargo petrolero árabe de 1973 y principios de 1980, la inflación y las tasas de interés fueron bastante altas, y ascendieron a más de 13% en el periodo 1980-1981. Desde 1981, estas tasas han bajado a niveles comparables a las existentes antes del embargo petrolero. La información ilustra el efecto significativo de la inflación sobre la tasa nominal de interés para el activo libre de riesgo.

Estructura temporal (de los plazos) de las tasas de interés

Para cualquier clase de valores con riesgo similar, la **estructura temporal (de los plazos) de las tasas de interés** relaciona a la tasa de interés o la tasa de rendimiento con la fecha de vencimiento. Por conveniencia, seguiremos utilizando los certificados del Tesoro como un tipo, pero otros tipos podrían incluir valores con características generales similares o evaluaciones de riesgo, como los bonos de compañías de servicios públicos* Aaa, los bonos

* N. del R. En Estados Unidos son las compañías privadas que suministran electricidad y gas a las comunidades.

corporativos Ba, etc., calificados por las agencias independientes como Moody's y Standard & Poor's. La naturaleza sin riesgo de los certificados del Tesoro proporciona, asimismo, un laboratorio para el desarrollo de la estructura temporal (de los plazos).

GRÁFICAS (O CURVAS) DE RENDIMIENTO

En cualquier momento la relación entre la tasa de interés o el **rendimiento al vencimiento** —la tasa de interés anual percibida sobre un valor comprado en un día determinado y conservado hasta su vencimiento— y la fuente restante de vencimiento, puede ser representada mediante la **gráfica (curva) de rendimiento**. En otras palabras, la curva de rendimiento es una descripción gráfica de la estructura temporal (de los plazos) de las tasas de interés. La Figura 2-5 muestra tres curvas de rendimiento para todos los certificados del Tesoro de Estados Unidos: una del 22 de mayo de 1981, la segunda del 29 de septiembre de 1989 y la tercera del 29 de mayo de 1992. Se puede observar que tanto la posición como la forma de las curvas de rendimiento cambian con el tiempo. En la curva del 22 de mayo de 1981, se denota que en tanto las tasas de interés a corto plazo estuvieron bastante altas en aquel momento, las tasas a largo plazo permanecieron más bajas. Esta curva es descrita como *descendente* y, por lo general, muestra costos de préstamo a largo plazo más baratos que los costos de préstamo a corto plazo. Históricamente, la curva de rendimiento descendente, a menudo llamada **curva de rendimiento invertida**, ha sido la excepción. Han existido con más frecuencia las curvas de rendimiento similares a la del 29 de mayo de 1992. Estas *curvas ascendentes* o **curvas de rendimiento normales** indican que los costos de préstamo a corto plazo son inferiores a los costos de préstamo a largo plazo. A veces existe una **curva de rendimiento fija**, parecida a la del 29 de septiembre de 1989. En esta curva se reflejan los costos de préstamo relativamente similares, en préstamos a corto y a largo plazo.

APLICACIÓN EN LA PRÁCTICA

Quizá el tío Sam necesite una nueva bola de cristal

Atraídas por las más bajas tasas de interés a largo plazo en casi 20 años, y temerosas de que las tasas subieran en un futuro cercano, las corporaciones emitieron deuda a largo plazo a un ritmo vertiginoso en 1993; a fin de asegurar pagos bajos de intereses a largo plazo. ¿Cómo debe estructurar el Tesoro de Estados Unidos los préstamos masivos que recibe para aprovechar las bajas tasas de interés de 1993? Si usted cree que el gobierno debe seguir el ejemplo de las corporaciones del país y pedir prestado a largo plazo, tiene muy buen sentido común; pero no entiende bien la lógica de las finanzas públicas. En la primavera de 1993, funcionarios del Tesoro anunciaron planes para reducir la emisión de bonos a largo plazo de esa dependencia y aumentar las ventas de documentos o pagarés del Tesoro a corto plazo. Debido a la pendiente ascendente de la curva de rendimiento, el Tesoro calculó que el aumento de las ventas de documentos o pagarés a corto plazo ahorraría dinero a los contribuyentes. Aunque esta lógica resulta sensata a corto plazo, ¿qué sucedería a largo plazo? ¿Cuánto ahorrarán los contribuyentes cuando la curva de rendimiento se perfile en ascenso? A diferencia de Wall Street, quizá los funcionarios del gobierno no creen que las tasas de interés aumenten en los próximos 30 años.

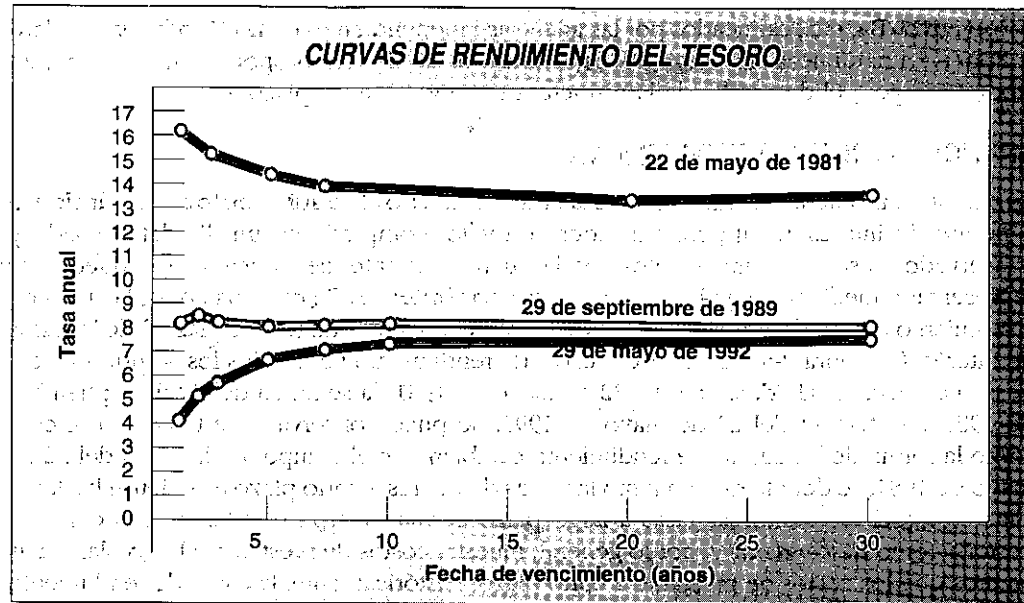


Figura 2-5 Curvas de rendimiento de bonos del Tesoro de Estados Unidos: 22 de mayo de 1981; 29 de septiembre de 1989; y 29 de mayo de 1992

Fuente: Datos del *Federal Reserve Bulletin*, junio de 1981, p A25; diciembre de 1989, p A24; y agosto de 1992, p A24.

TEORÍAS DE LA ESTRUCTURA TEMPORAL (O DE LOS PLAZOS)

El predominio de la curva de rendimiento ascendente se puede explicar de modo sencillo por el hecho de que los valores a corto plazo son menos riesgosos que los valores a largo plazo (debido a la mayor seguridad del próximo plazo en oposición a eventos futuros), y por tanto, perciben rendimientos más bajos que los valores a largo plazo. Si bien esta explicación es intuitivamente atractiva, no explica por qué las curvas de rendimiento muchas veces toman diferentes formas, como las mostradas en la Figura 2-5. Frecuentemente se mencionan tres teorías para explicar mejor la forma general de la gráfica de rendimiento. Éstas son la hipótesis de la expectativa, la teoría de la preferencia de liquidez y la teoría de la segmentación de mercado.

HIPÓTESIS DE EXPECTATIVAS La hipótesis de expectativas sugiere que la curva de rendimiento refleja las expectativas del inversionista sobre las futuras tasas de interés. Las diferencias en las expectativas de tasa de interés resultan de distintas expectativas inflacionarias. Las futuras tasas de inflación esperadas más altas resultarán en tasas de interés mayores a largo plazo, y viceversa. Esta explicación de la estructura de los plazos ampliamente aceptada se puede aplicar a los valores de cualquier emisor. Por ejemplo, tomemos el caso de los certificados del Tesoro en Estados Unidos. Hasta aquí sólo hemos tratado los activos libres de riesgo, representados por los certificados del Tesoro a tres

meses. De hecho, todos los certificados del Tesoro son *libres de riesgo* respecto a (1) la posibilidad de que el Tesoro pudiera desatender la emisión, al incumplir en los pagos programados del principal y de intereses, y (2) se cree que es más fácil prever la inflación para periodos más bien cortos. Se considera que de certificados del Tesoro a un plazo más corto que tres meses constituye el activo libre de riesgo. Naturalmente, las expectativas variables de inflación asociadas con los distintos vencimientos causarán una variación en las tasas nominales de interés, dependiendo del vencimiento del valor. Al sumar un índice suscrito de vencimiento, t , la Ecuación 2.3 se puede corregir como sigue:

$$R_{F,t} = k^* + PI_t \quad (2.4)$$

En otras palabras, para los certificados del Tesoro de Estados Unidos, la tasa nominal, o libre de riesgo, para un vencimiento determinado, varía con la expectativa de inflación esperada en el plazo de un valor.⁶

EJEMPLO La tasa nominal de interés, $R_{F,t}$, para cuatro vencimientos de valores del Tesoro de Estados Unidos, el 29 de mayo de 1992, se proporciona en la columna 1 de la siguiente tabla. Al suponer que la tasa real de interés es de 2%, como se indica en la columna 2, la inflación esperada para cada vencimiento en la columna 3 se calcula resolviendo la Ecuación 2.4, al aislar PI_t . Mientras se esperaba una tasa de inflación de 1.71% para el periodo de tres meses, al iniciar el 29 de mayo de 1992, se esperaba una tasa inflacionaria promedio de 2.27% en el periodo de un año, y así sucesivamente. Un análisis de las expectativas inflacionarias del 29 de mayo de 1992, en la columna 3, sugiere que en ese tiempo existía una expectativa general de una inflación creciente. Dicho de manera sencilla, la curva de rendimiento del 29 de mayo de 1992 de los certificados del Tesoro, presentada en la Figura 2-5, era ascendente porque se esperaba que la tasa de inflación iba a crecer en el futuro.⁷

Vencimiento, t	Tasa nominal de interés, $R_{F,t}$ (1)	Tasa real de interés, k^* (2)	Expectativa de inflación, PI_t [(1) - (2)] (3)
3 meses	3.71%	2.00%	1.71%
1 año	4.27	2.00	2.27
5 años	6.70	2.00	4.70
30 años	7.89	2.00	5.89

⁶ Aunque los valores del Tesoro no tienen riesgo de incumplimiento o falta de liquidez, presentan "riesgo por vencimiento o de tasas de interés", es decir, el riesgo de que las tasas de interés cambien en el futuro y, por consiguiente, afecten a vencimientos más largos y no a vencimientos más cortos. Por tanto, cuánto más largo sea el vencimiento de un valor del Tesoro (o cualquier otro), tanto mayor será su riesgo de tasa de interés. El efecto de los cambios en las tasas de interés en los precios de los bonos se estudia en el Capítulo 7; aquí no se tomará en cuenta dicho efecto.

⁷ Es interesante observar (en la Figura 2-5) que las expectativas reflejadas por la curva de rendimiento del 29 de septiembre de 1989 no se originaron completamente por eventos reales. Para mayo de 1992, las tasas de interés habían caído en todos los vencimientos, y la curva de rendimiento en ese tiempo se había vuelto descendente y con pendiente ascendente, que reflejaba una expectativa de tasas de interés e índices de inflación crecientes a futuro.

En general, desde la hipótesis de la expectativa, la expectativa de una inflación creciente resulta en una curva de rendimiento ascendente; una expectativa de inflación decreciente resulta en una curva de rendimiento descendente; y una expectativa de inflación estable resulta en una curva de rendimiento fija. Si bien, como se verá más adelante, existen otras teorías, la estrecha relación observada entre la inflación y las tasas de interés (véase la Figura 2-4), otorga un crédito significativo a esta teoría ampliamente aceptada.

TEORÍA DE LA PREFERENCIA DE LIQUIDEZ La tendencia de las curvas de rendimiento al ser ascendentes puede explicarse también mediante la **teoría de la preferencia de liquidez**. Esta teoría, intuitivamente atractiva, indica que para un emisor determinado, como el Tesoro de Estados Unidos, las tasas a largo plazo tienden a ser más altas que las de corto plazo. Esta creencia se basa en dos hechos de comportamiento:

1. Los inversionistas perciben menor riesgo en los valores a corto plazo, en comparación con los valores a largo plazo, y están, por tanto, dispuestos a aceptar rendimientos más bajos de los primeros. La razón se debe a una mayor liquidez y a la sensibilidad menor de los mismos respecto a los movimientos generales de las tasas de interés por parte de los valores a corto plazo.⁸
2. Los prestatarios, por lo general, están dispuestos a pagar una tasa más alta para el financiamiento a largo plazo que para el de corto plazo. La razón es que pueden conservar fondos por un periodo más prolongado y, así, eliminar las potenciales consecuencias desfavorables de desplazar deudas a corto plazo a costos desconocidos, para obtener el financiamiento requerido a largo plazo.

De cierta manera, los inversionistas (prestamistas) tienden a requerir una prima a fin de destinar fondos para periodos más largos, mientras que los demandantes de fondos (prestatarios) generalmente están dispuestos a pagar una prima con el fin obtener un financiamiento a largo plazo. Estas preferencias de los prestamistas y prestatarios hacen que la curva de rendimiento tienda a ser ascendente y denote una preferencia de liquidez general desde el punto de vista del prestamista. Es decir, sin tomar en cuenta otros factores, como las expectativas inflacionarias, los vencimientos más largos tienden a tener tasas de intereses más elevadas que los vencimientos más cortos.

TEORÍA DE LA SEGMENTACIÓN DE MERCADO Otra teoría citada a menudo, la **teoría de la segmentación de mercado**, sugiere que el mercado para préstamos está segmentado con base en el vencimiento y que las fuentes de oferta y demanda de préstamos, dentro de cada segmento, determinan su tasa de interés prevaleciente. En otras palabras, el equilibrio entre oferentes (prestamistas) y demandantes (prestatarios) de fondos a corto plazo, como préstamos comerciales de temporada, determinaría las tasas de interés prevalecientes a

⁸ Como se demostrará en el Capítulo 7, los instrumentos de deuda con vencimientos largos son más sensibles a tasas de interés variables del mercado. Para un cambio experimentado en las tasas del mercado, el precio o valor de deudas a largo plazo cambiará de manera significativa (hacia arriba o abajo) respecto de aquéllas con vencimientos más cortos.

corto plazo; en tanto que el equilibrio entre los oferentes y los demandantes de fondos a largo plazo, como los préstamos de bienes raíces, determinaría las tasas de interés prevalecientes a largo plazo. En consecuencia, la forma de la curva de rendimiento sería determinada por la relación general entre las tasas prevalecientes en cada segmento de mercado. Si la oferta sobrepasa a la demanda para préstamos a corto plazo y lleva de este modo a tasas a corto plazo relativamente bajas, en un momento en que las tasas a largo plazo están altas porque la demanda de préstamos a largo plazo se encuentra por encima de su oferta, tendríamos una curva de rendimiento ascendente. Dicho de manera sencilla, las tasas bajas en el segmento a corto plazo y las tasas altas en el segmento a largo plazo hacen que la curva de rendimiento sea ascendente. Sucede lo contrario con tasas altas a corto plazo y tasas bajas a largo plazo.

Queda claro que las tres teorías de la estructura temporal (de los plazos) tienen su mérito. De ellas se puede inferir que en cualquier momento la forma de la curva de rendimiento es afectada por (1) las expectativas inflacionarias, (2) las preferencias de liquidez y (3) el equilibrio comparativo de la oferta y demanda en los segmentos de mercado a corto y largo plazos. Las curvas de rendimiento ascendentes resultan de las expectativas de inflación más altas en el futuro, de las preferencias de los prestamistas por los préstamos de vencimiento más corto y de la mayor oferta de préstamos a corto plazo en comparación con los préstamos a largo plazo, en relación con su respectiva demanda. Los comportamientos opuestos resultarían, naturalmente, en una curva de rendimiento descendente. En todo caso, es la interacción de estas tres fuerzas lo que determinará la forma prevaleciente de la curva de rendimiento.

Primas de riesgo: emisor y características de la emisión

Hasta ahora se han considerado sólo los valores del Tesoro de Estados Unidos libres de riesgo. En este punto se reintroducirá la prima de riesgo y la evaluamos enfocando emisiones riesgosas que no son del Tesoro. Recuerde que en la Ecuación 2.1,

$$k_1 = \underbrace{k^*}_{\text{tasa libre de riesgo}} + \underbrace{PI}_{\text{prima de riesgo}} + \underbrace{PR_1}_{\text{prima de riesgo}}$$

la tasa nominal de interés para el valor 1, k_1 , es igual a la tasa libre de riesgo, la cual se compone de la tasa real de interés (k^*), más la prima de expectativa inflacionaria (PI), más la prima de riesgo (PR_1). La **prima de riesgo** varía de acuerdo con el emisor y las características específicas de la emisión; lo cual es la causa de que los valores con un vencimiento similar⁹ tengan diferentes tasas nominales de interés.

⁹ A fin de ofrecer la misma tasa de interés libre de riesgo, $k^* + PI$, es necesario suponer vencimientos iguales. Con esto, la prima de expectativa inflacionaria, PI , y por consiguiente R_F se mantendrán constantes, y la prima del emisor y de las características de la emisión, PR , se convierte en el factor clave que diferencia las tasas nominales de interés de diversos valores.

EJEMPLO El 29 de mayo de 1992, las tasas nominales de interés de ciertos tipos de valores a largo plazo eran como sigue.¹⁰

Valor	Interés nominal (%)
Bonos del Tesoro de Estados Unidos (promedio)	7.81
Bonos corporativos (por clasificación):	
Aaa	8.24
Aa	8.61
A	8.80
Baa	9.11
Bonos de compañías de servicios públicos (de clasificación A)	8.65

En vista de que el bono del Tesoro representaría el valor libre de riesgo a largo plazo, se puede calcular la prima de riesgo asociada con otros valores listados al sustraer la tasa libre de riesgo, 7.81%, de cada tasa nominal (rendimiento).

Valor	Prima de riesgo (%)
Bonos corporativos (por clasificación):	
Aaa	$8.24 - 7.81 = 0.43$
Aa	$8.61 - 7.81 = 0.80$
A	$8.80 - 7.81 = 0.99$
Baa	$9.11 - 7.81 = 1.30$
Bonos de compañías de servicios públicos	$8.65 - 7.81 = 0.84$

Estas primas de riesgo reflejan distintos emisores y riesgos de emisión. Las emisiones corporativas con una tasa más baja —A y Baa— tienen primas de riesgo más altas que las corporativas con una tasa más alta —Aaa y Aa—, mientras que la emisión de compañías de servicios públicos tiene una prima de riesgo comparable a las corporativas Aa y A. ■

La prima de riesgo, PR_i , consta de varios componentes relacionados con el emisor y la emisión, entre ellos los riesgos de incumplimiento, de vencimiento y de liquidez, las estipulaciones contractuales y el riesgo de impuestos. Cada uno de estos componentes es definido brevemente en la Tabla 2-2. En general, las primas de riesgo más altas y, por tanto, los rendimientos nominales mayores, se encuentran en los valores emitidos por empresas con alto riesgo de incumplimiento y en los vencimientos largos que se comercializan en mercados inactivos, los cuales tienen provisiones contractuales desfavorables y carecen de exención fiscal.

Riesgo y rendimiento

Debiera resultar evidente el hecho de que existe una relación positiva entre el riesgo y el rendimiento nominal. Después de estimar el riesgo incorporado en cierto valor, los inver-

¹⁰ Estos rendimientos se obtuvieron del *Federal Reserve Bulletin*, agosto de 1992, p A24.

Tabla 2-2 Componentes de riesgo relacionados con el emisor y la emisión

Componente	Características
Riesgo de incumplimiento	Posibilidad de que el emisor de deuda no pague los intereses o el principal contractuales como estaba previsto. Cuanto más grande sea la incertidumbre del demandante del préstamo para cumplir con estos pagos, mayor será la prima de riesgo. Las altas tasas de bonos reflejan un bajo riesgo de incumplimiento, y viceversa.
Riesgo al vencimiento (también llamado riesgo del tipo de interés)	El hecho de que cualquier cambio en las tasas de interés pueda ocasionar que el monto del valor de la acción sea mayor cuanto más largo sea su vencimiento, y viceversa. Si las tasas de interés en distintos valores con un riesgo similar suben repentinamente debido a un cambio en la oferta de dinero, los precios de los bonos a largo plazo descenderán en un monto mayor que el precio de los bonos a corto plazo, y viceversa. Cuanto mayor sea el periodo de vencimiento de un bono, más significativo será el efecto de un movimiento en las tasas de interés sobre el precio del valor. ^a
Riesgo de liquidez	La facilidad con que pueden convertirse los valores en efectivo, sin experimentar pérdida en su precio. Por lo general, los valores que se comercializan activamente en las principales bolsas de valores y "fuera de la bolsa" son líquidos. Los valores comerciados de manera menos activa, que tienen un "mercado inactivo", poseen una liquidez baja. En vista de que resultará una pérdida potencial en el precio debido a la necesidad de vender rápidamente un valor con liquidez baja, éste tendría un alto riesgo de liquidez.
Estipulaciones contractuales	Las condiciones a menudo incluidas en un convenio de deuda o en una emisión de acciones. Algunas de estas estipulaciones reducen el riesgo de un valor, mientras que otras pueden elevarlo. Por ejemplo, al ignorar los demás riesgos, un <i>bono libremente redimible</i> (éstos pueden retirarse en el momento en que el emisor lo decida) no sería más riesgoso que un bono sin cláusula de redención. El emisor de un bono libremente redimible tendrá que ofrecer un rendimiento más alto, para compensar a su tenedor por este riesgo.
Riesgo de impuestos	Posibilidad de que el Congreso realice cambios desfavorables en las leyes tributarias. Cuanto mayor sea el efecto potencial de un cambio en las leyes tributarias en el rendimiento de un valor específico, tanto mayor será su riesgo de impuestos. Dentro de los cambios indeseables a las leyes tributarias se cuentan la eliminación del estado de exención de impuestos, ^b la limitación o eliminación de deducciones de impuestos y aumentos en las tasas de impuestos. Al reducir los beneficios tributarios de inversiones, el gobierno puede aumentar sus ingresos de impuestos a expensas de inversionistas que obtienen menores rendimientos y valores de inversión después de impuestos. En general, los valores a largo plazo están sujetos a mayor riesgo de tributación respecto a los que están más próximos a sus fechas de vencimiento.

^a En el Capítulo 7 se presentará una exposición detallada de los efectos de las tasas de interés en el precio de bonos y otros valores de ingresos fijos.

^b Muchas emisiones de bonos estatales y locales están exentas de impuestos sobre la renta para fines de tributación federal; además, aquellos bonos emitidos por el estado o la localidad en la que reside el contribuyente suelen estar exentos de impuestos estatales y locales, respectivamente. Los valores que están exentos de impuestos federales, estatales y locales se conocen a menudo como "valores triplemente exentos de impuestos".

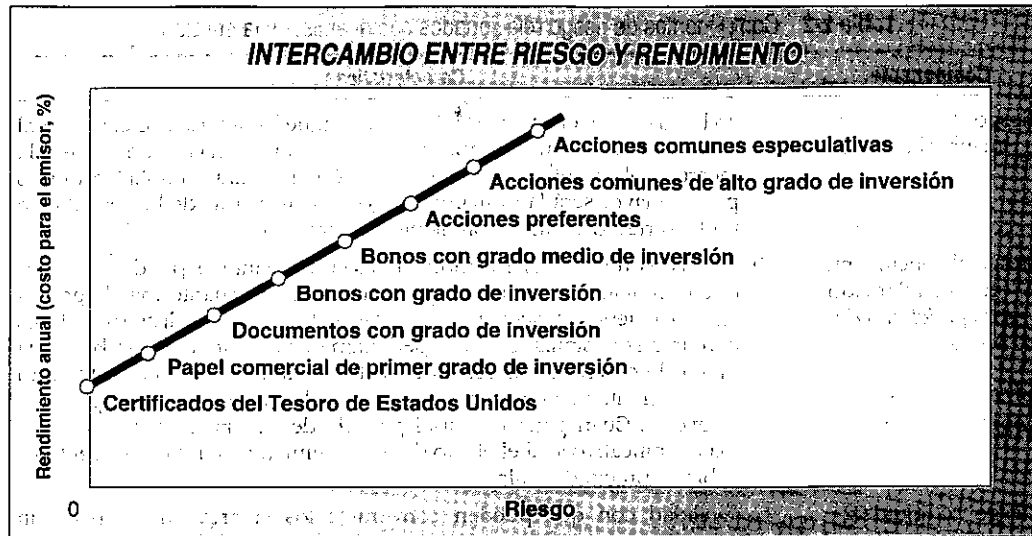


Figura 2-6 Perfil de riesgo-rendimiento de valores populares

sionistas tienden a comprar aquellos valores de los cuales se espera proporcionen un rendimiento proporcional al riesgo percibido. El rendimiento nominal ganado del valor afectará sus actividades subsecuentes, ya sea vender, mantener o comprar valores adicionales. Además, la mayoría de los inversionistas buscan que ciertos tipos de valores tengan un rango de comportamiento riesgo-rendimiento específico.

Al existir un **intercambio entre riesgo y rendimiento**, los inversionistas tienen que ser compensados por el hecho de aceptar un riesgo mayor, con la expectativa de rendimientos más altos.¹¹ La Figura 2-6 ilustra la relación típica entre el riesgo y el rendimiento para diversos valores comunes. Por supuesto, se esperan rendimientos más altos (costos para el emisor) al asumir un riesgo mayor. Los administradores financieros deben intentar mantener los ingresos altos y los costos bajos, pero también tienen que considerar los riesgos relacionados con cada inversión y alternativa financiera. Las decisiones dependerán finalmente de un análisis del efecto del riesgo y el rendimiento sobre el precio de la acción.

REPASO DE CONCEPTOS

2-10 ¿Qué es la **tasa real de interés**? Establezca la diferencia entre ésta y la **tasa nominal de interés** en el caso del activo libre de riesgo de un certificado del Tesoro de Estados Unidos a tres meses.

2-11 ¿Qué es la **estructura temporal (de los plazos) de las tasas de interés** y cómo se relaciona con la **curva de rendimiento**? Para una clase determinada de valores de riesgo similar, ¿qué refleja cada una

¹¹ El intercambio entre riesgo y rendimiento se analiza con detalle en el Capítulo 6, donde se introducen ciertos refinamientos para explicar por qué los inversionistas son realmente recompensados con rendimientos más altos por tomar sólo ciertos tipos de riesgos "no diversificables" o ineludibles.

de las siguientes curvas de rendimiento acerca de las tasas de interés? ¿Qué forma ha sido dominante históricamente?

- Descendente.
- Ascendente.
- Fijo.

2-12 Describa brevemente cada una de las siguientes teorías, citadas con frecuencia para explicar la forma general de **gráfica (o curva)** de rendimiento.

- Hipótesis de expectativas.
- Teoría de la preferencia de liquidez.
- Teoría de segmentación de mercado.

2-13 Enumere y describa brevemente los componentes potenciales de riesgo contemplados en la prima de riesgo que se utiliza para determinar la tasa nominal de interés sobre un valor de riesgo.

2-14 ¿A qué se refiere el término **intercambio entre riesgo y rendimiento**? ¿Cómo debe afectar esta relación las acciones de los administradores financieros?

Impuestos corporativos

OA
6

La toma de decisiones financieras descansa sólidamente en la estimación y el análisis de los flujos de efectivo asociados a los cursos alternativos de decisión. Como administrador financiero, ¿por qué habría de necesitar comprender los aspectos fundamentales de la tributación empresarial como parte importante de este proceso? Antes de continuar con esta lectura, dedique unos minutos para considerar esta pregunta.

Las empresas, como las personas, deben pagar impuestos sobre sus ingresos. Las tasas tributarias reales difieren dependiendo de la forma en que está organizada la empresa. Los ingresos de las empresas de propiedad unipersonal (personas físicas) y de las sociedades son tasados como el ingreso de simples personas, mientras que los ingresos corporativos son sujetos a impuestos corporativos. A pesar de su forma legal, todas las empresas pueden obtener dos tipos de ingresos: ingresos ordinarios u operativos y ganancias de capital. Ambos tipos de ingresos son tratados de la misma manera para fines tributarios al amparo de la legislación vigente. Enmiendas frecuentes al código de tributación, como la *Omnibus Budget Reconciliation Act de 1993*, la cual se muestra en la siguiente exposición, hacen posible el cambio en las tasas de impuestos de 1993. Debido a que la corporación es financieramente dominante en nuestra economía, *aquí se hace hincapié en la tributación de las corporaciones*. Un tipo especial de entidad corporativa que reporta impuestos es la corporación del Subcapítulo S, que también se analizará.

Ingreso ordinario (u operativo)

El **ingreso ordinario (u operativo)** de una corporación es el que se obtiene mediante la venta de los bienes o servicios proporcionados por una empresa. Al ingreso ordinario se le aplican impuestos de acuerdo con las tasas tributarias ilustradas en la guía presentada en la Tabla 2-3.

EJEMPLO. Webster Manufacturing, Inc., pequeño fabricante de cuchillos de cocina, tiene utilidades antes de impuestos por \$250 000 (dólares). El impuesto sobre estas utilidades puede calcularse empleando la guía de tasas tributarias presentada en la Tabla 2-3:

$$\begin{aligned} \text{Deuda tributaria total} &= \$22\,250 + [0.39 \times (\$250\,000 - \$100\,000)] \\ &= \$22\,250 + (0.39 \times \$150\,000) \\ &= \$22\,250 + \$58\,500 = \underline{\underline{\$80\,750}} \end{aligned}$$

Los impuestos totales de la empresa sobre sus utilidades antes de impuestos son, por tanto, de \$80 750. Si la empresa hubiese ganado sólo \$20 000 antes de impuestos, su deuda tributaria total hubiera sido de \$3 000 [$\$0 + (0.15 \times \$20\,000)$]. ■

TASAS TRIBUTARIAS PROMEDIO CONTRA MARGINALES

La **tasa tributaria promedio**, que se paga sobre los ingresos ordinarios de una empresa, puede calcularse al dividir los impuestos de ésta entre sus ingresos gravables. Para empresas con ingresos gravables de \$10 000 000 o menos, la tasa tributaria promedio varía de 15 a 34%, y alcanza 34% cuando el ingreso gravable iguala o excede de \$335 000. Para empresas con ingresos gravables de más de \$10 000 000, la tasa de impuesto promedio variará entre 34 y 35%. La tasa tributaria promedio que paga Webster Manufacturing, Inc., del ejemplo anterior, es de 32.3% ($\$80\,750 \div \$250\,000$). La Tabla 2-4 presenta la responsabilidad fiscal y la tasa tributaria promedio de la empresa para diversos niveles de ingreso antes de impuestos; conforme aumenta el ingreso, la tasa se aproxima y finalmente alcanza 34%. Se mantiene en ese nivel hasta \$10 000 000 de ingreso gravable y más allá de esa cantidad aumenta pero sin llegar a una tasa promedio de 35%.

La **tasa tributaria marginal** representa la tasa con la cual se gravan los ingresos adicionales. Debido a la naturaleza de la estructura corporativa, la tasa tributaria marginal

sobre los ingresos hasta de \$50 000 (dólares), es de 15%; de entre \$50 000 a \$75 000 es de 25%; de \$75 000 a \$100 000, es de 34%; para los ingresos entre los \$100 000 a \$335 000, es de 39%; para ingresos entre \$335 000 a \$10 000 000 es de 34%; y para ingresos de más de \$10 000 000 es de 35%. A fin de simplificar los cálculos en este libro, se supone una tasa fija de 40% que será aplicable al ingreso ordinario corporativo.

EJEMPLO Si las utilidades de la Webster Manufacturing llegan a \$300 000 (dólares), la tasa tributaria marginal sobre los \$50 000 adicionales de ingresos será de 39%. La compañía tendrá entonces que pagar impuestos adicionales de \$19 500 ($0.39 \times \$50\,000$). Los impuestos totales sobre los \$300 000 serán, entonces, de \$100 250 ($\$80\,750 + \$19\,500$). A fin de comprobar esta cantidad, mediante el uso de la guía de tasas tributarias de la Tabla 2-3, se obtendría una deuda tributaria total de $\$22\,250 + [0.39 \times (\$300\,000 - \$100\,000)] = \$22\,250 + \$78\,000 = \$100\,250$, misma cantidad obtenida al aplicar la tasa tributaria marginal a los ingresos extras, y ajustar la deuda tributaria conocida. ■

La **tasa tributaria promedio** tiende a ser de gran utilidad al evaluar impuestos históricamente, y la **tasa tributaria marginal** se utiliza con mayor frecuencia en la toma de decisiones financieras. Por ejemplo, a menudo resulta útil conocer la tasa tributaria promedio a la cual se pagaban impuestos en un periodo determinado. Pero en la toma de decisiones, lo más importante es la tasa con la cual se gravarán realmente los ingresos de propuestas alternativas; es decir, la tasa tributaria marginal. Con **tasas tributarias progresivas** (tasas más altas para niveles más altos de ingreso gravable) la tasa tributaria promedio es siempre menor que o igual a la tasa tributaria marginal. Debido a nuestro enfoque en la toma de decisiones financieras, se supone que las tasas tributarias que se utilizan en esta obra representan tasas tributarias marginales.

INGRESOS DE INTERESES Y DIVIDENDOS

En el proceso de determinar el ingreso gravable, cualquier **interés recibido** por la compañía se incluye como ingreso ordinario y, por tanto, es gravado según las tasas tributarias

Tabla 2-3 Plan de tasas de impuestos de corporaciones

Cálculo del impuesto			
Rango de ingreso gravable	Impuesto base	+	(Tasa x cantidad sobre base)
\$ 0 a \$ 50 000	\$ 0	+	(15% x cantidad sobre \$ 0)
50 000 a 75 000	7 500	+	(25 x cantidad sobre 50 000)
75 000 a 100 000	13 750	+	(34 x cantidad sobre 75 000)
100 000 a 335 000 ^a	22 250	+	(39 x cantidad sobre 100 000)
\$335 000 a 10 000 000	113 900	+	(34 x cantidad sobre 335 000)
Más de \$10 000 000 ^b	3 400 000	+	(35 x cantidad sobre 10 000 000)

^a En vista de que las empresas con un ingreso gravable mayor a los \$100 000 (dólares) deben incrementar sus impuestos por lo menos en \$11 750, o en 5% del ingreso gravable que exceda a los \$100 000, terminan pagando 39% de impuestos sobre el ingreso gravable entre \$100 000 y \$335 000. El sobreimpuesto de 5%, el cual eleva la tasa de impuestos de 34 a 39%, causa a todas las empresas con un ingreso gravable entre \$335 000 y \$10 000 000 una **tasa tributaria promedio** de 34%, como se observó en la Tabla 2-4.

^b Esta cifra y su tasa de impuesto asociada de 35% se creó con la aprobación de la *Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993*, la cual fue firmada por el presidente Clinton el 10 de agosto de 1993 y retroactiva a su fecha efectiva del 1 de enero de 1993.

Tabla 2-4 Ingreso antes de impuestos, impuestos por pagar y tasas tributarias promedio

Ingreso antes de impuestos (1)	Impuesto por pagar (2)	Tasa tributaria promedio [(2) ÷ (1)] (3)
\$ 50 000	\$ 7 500	15.00%
75 000	13 750	18.33
100 000	22 250	22.25
200 000	61 250	30.63
335 000	113 900	34.00
500 000	170 000	34.00
1 000 000	340 000	34.00
2 500 000	850 000	34.00
10 000 000	3 400 000	34.00
12 000 000	4 100 000	34.17
25 000 000	8 650 000	34.60

aplicables a la empresa. Los *dividendos recibidos* sobre las acciones comunes y las preferentes que se posean en otras corporaciones, y que representen menos de 20% de la propiedad de las mismas, por otra parte, se encuentran sujetos a una exclusión de 70% para fines tributarios.¹² Debido a la exclusión de dividendos, sólo 30% de estos **dividendos intercorporativos** son incluidos como ingresos ordinarios. La ley tributaria provee esta exclusión con el fin de evitar la *triple tributación*: a la primera y segunda corporaciones les son aplicados impuestos sobre los ingresos antes de pagar los dividendos, y el receptor de los dividendos debe incluir los dividendos en su ingreso gravable. Esta modalidad, en efecto, proporciona cierto alivio al eliminar la mayor parte de la deuda tributaria potencial a partir de los dividendos recibidos por la segunda (y por las subsecuentes) corporación.

EJEMPLO Charnés Industries, fundidora que hace vaciados a la medida para la industria automotriz, percibió durante el año recién terminado intereses de \$100 000 (dólares) sobre bonos que poseía, y \$100 000 en dividendos sobre acciones comunes que poseía en otras corporaciones. La empresa se encuentra sujeta a una tasa tributaria marginal de 40%, y es elegible para una exclusión de 70% sobre los ingresos de sus dividendos intercorporativos. Las utilidades obtenidas por Charnés después de impuestos, a partir de cada una de estas fuentes de inversión, son las siguientes:

	Ingreso de intereses	Ingreso de dividendos
(1) Cantidad antes de impuestos	\$100 000	\$100 000
Menos: exclusión aplicable	0	$(0.70 \times \$100\ 000) =$ 70 000
Cantidad gravable	\$100 000	\$30 000
(2) Impuesto (40%)	40 000	12 000
Cantidad después de impuestos [(1) - (2)]	\$60 000	\$88 000

Como resultado de la exclusión de dividendos de 70%, la cantidad después de impuestos es mayor para los ingresos por dividendos que para los ingresos por intereses. Es evidente que la exclusión de dividendos fomenta el atractivo de las inversiones accionarias, comparadas con las inversiones en bonos hechas por una corporación en otra. ■

GASTOS DEDUCIBLES DE IMPUESTOS

Al calcular sus impuestos, se permite a las corporaciones deducir los gastos de operación, tales como publicidad, comisiones de ventas y deudas incobrables, así como gastos por interés. Las deducciones aplicables de estos gastos reduce su costo después de impuestos, haciéndolos menos costosos de lo que podrían parecer a simple vista. El ejemplo siguiente ilustra el beneficio de la deducibilidad obtenida.

¹² La exclusión es de 80% si la corporación posee entre 20 y 80% de las acciones de la corporación que le paga dividendos; 100% de los dividendos recibidos se excluyen si posee más del 80% de la corporación que le paga dividendos. Por conveniencia, se supone aquí que el interés por propiedad en la corporación que paga dividendos es menor de 20%.

EJEMPLO Las compañías X y Y esperan percibir cada una, el próximo año, utilidades antes de intereses y de impuestos de \$200 000 (dólares). La compañía X tendrá que pagar, durante el año, \$30 000 en intereses; la compañía Y no tiene deudas y no tendrá, por tanto, gastos por intereses. El cálculo de las utilidades después de impuestos para ambas empresas, que pagan 40% de impuesto sobre su ingreso ordinario, se muestra a continuación.

	Compañía X	Compañía Y
Ingresos antes de intereses e impuestos	\$200 000	\$200 000
Menos: gasto por intereses	30 000	0
Ingresos antes de impuestos	\$170 000	\$200 000
Menos: impuestos (40%)	68 000	80 000
Ingresos después de impuestos	\$102 000	\$120 000
Diferencia de utilidades después de impuestos		\$18 000

Los datos demuestran que mientras la compañía X tuvo \$30 000 más en gastos por intereses que la compañía Y, las utilidades después de impuestos de la compañía X son sólo \$18 000 menos que las de la compañía Y (\$102 000 para la compañía X contra \$120 000 de la compañía Y). Esta diferencia es atribuible al hecho de que la deducción de los \$30 000 en gastos por intereses de la compañía X proporcionó \$12 000 de ahorro tributario (\$68 000 para la compañía X contra \$80 000 de la compañía Y). Esta cantidad puede ser calculada de forma directa al multiplicar la tasa tributaria por la cantidad de gastos por intereses ($0.40 \times \$30\ 000 = \$12\ 000$). De manera análoga, el *costo después de impuestos* de los gastos por intereses de \$18 000 puede ser calculado directamente al restar uno a la tasa de interés y multiplicarlo por la cantidad de gastos por intereses [$(1 - 0.40) \times \$30\ 000 = \$18\ 000$]. ■

Se puede observar que la deducibilidad de impuestos de ciertos gastos reduce el costo real (después de impuestos) para la empresa. Nótese que los *intereses son deducibles de impuestos, mientras que los dividendos no lo son*. Debido a que los dividendos no son deducibles de impuestos, el costo después de impuestos es igual al monto del dividendo. Por tanto un dividendo en efectivo de \$30 000 tendría un costo, después de impuestos, de \$30 000.

APLICACIÓN EN LA PRÁCTICA

Protección del ambiente y la IRS

A primera vista, es posible que usted no distinga una conexión clara entre los impuestos corporativos y la protección del ambiente; sin embargo, hay una relación directa. En 1993, la Internal Revenue Service (IRS) emitió nuevas leyes que requerían a los contribuyentes corporativos capitalizar gastos en la remoción de asbestos en vez de destinarlos a ingresos gravables. La IRS consideró que la remoción de asbestos ofrece beneficios a largo plazo a las empresas, ya que reduce los riesgos a la salud y hace que ciertas propiedades corporativas sean más seguras en términos ambientales y, por tanto, más lucrativas. Por desgracia, al rechazar una deducción inmediata de impuestos en costos de saneamiento ambiental, la IRS desalienta, sin darse cuenta, a las empresas para que éstas realicen proyectos que protejan el

ambiente. Kim Early, director financiero de la empresa de consultoría ambiental Earth Technology Corp., sugiere que permitir a las corporaciones tratar los costos de desecho de asbestos como gastos deducibles de impuestos reduciría su carga impositiva y aumentaría el flujo de efectivo, lo cual pondría a la empresa en una mejor disposición para financiar proyectos de saneamiento ambiental.

Ganancias de capital¹³

Si una empresa vende un activo de capital, tal como las acciones poseídas en inversión, por arriba de su precio de compra inicial, la diferencia entre el precio de venta y el precio de compra se denomina **ganancia de capital**. En el caso de las corporaciones, las ganancias de capital se suman a los ingresos ordinarios, y son gravados según las tasas corporativas regulares, con una tasa tope tributaria marginal de 39%.¹⁴ A fin de simplificar los cálculos presentados en los últimos capítulos de la obra, así como para los ingresos ordinarios, se supone que una tasa tributaria de 40% es aplicable para las utilidades corporativas.

EJEMPLO Ross Company, empresa fabricante de fármacos sin marca, tuvo utilidades operativas de \$500 000 (dólares) y acaba de vender por \$40 000 un activo de capital adquirido inicialmente, hace dos años, a \$36 000. Debido a que el activo fue vendido por más de su precio de compra inicial, se obtuvo una ganancia de capital de \$4 000 (\$40 000 precio de venta - \$36 000 precio de compra). El total de los ingresos gravables de la corporación será de \$504 000 (\$500 000 de ingreso ordinario + \$4 000 de ganancia de capital). Puesto que el total se encuentra por encima de los \$335 000, la ganancia de capital será gravada según la tasa de 34%, resultando en un pago de impuestos de \$1 360 (0.34 x \$4 000). ■

Amortización de pérdidas fiscales en periodos anteriores y posteriores

Las corporaciones que experimentan pérdidas operativas pueden obtener un alivio tributario al usar una **amortización de pérdidas fiscales en periodos anteriores y posteriores**. Las leyes tributarias permiten a las corporaciones amortizar sus pérdidas fiscales en *periodos anteriores hasta tres años, y en periodos posteriores hasta 15 años*. La finalidad de estas leyes es la de establecer un tratamiento tributario más equitativo para las corporaciones que experimentan esquemas de ingresos volátiles. Esta modalidad es muy atractiva para las empresas que operan en negocios cíclicos, como la fabricación de bienes duraderos y la construcción. También permite a éstas promediar sus impuestos, de manera efectiva, entre los años buenos y malos. La ley requiere que la cantidad neta de pérdidas sea primero amortizada al pasado, aplicándola al año más anterior permisible, evolucionando luego de manera progresiva hacia adelante, hasta que la pérdida haya sido del todo

recuperada, o el periodo posterior de amortización haya llegado a su fin. El amortizar las pérdidas fiscales en periodos anteriores, y luego posteriores, significa usar las pérdidas para compensar las utilidades del pasado o del futuro, y para recalcular los impuestos de la empresa con base en las utilidades reducidas. La empresa recibirá un reembolso de impuestos sobre cualquier amortización en periodos anteriores, y obtendrá deudas tributarias futuras reducidas como resultado de la amortización en periodos posteriores.

EJEMPLO La empresa Regal Music, productora disquera, tuvo utilidades antes de impuestos y de impuestos por pagar relacionados para los años 1987 a 1994, los cuales son presentados en la tabla siguiente. La compañía pagó impuestos según una tasa de 40%, durante el transcurso de este periodo. En la columna 1, se indican los montos antes de haber sido aplicados a las amortizaciones de pérdidas en periodos anteriores o posteriores. En 1990, la empresa sufrió una pérdida operativa de \$500 000 (dólares), causada por una huelga de importancia en la industria disquera. La columna 2 indica cómo se amortizó esta pérdida operativa en periodos anteriores y luego posteriores. Al amortizar la pérdida tres años atrás y después adelante, la empresa pudo reducir sus utilidades antes de impuestos en \$115 000 en 1987; \$175 000 en 1988; \$85 000 en 1989; \$55 000 en 1991 y \$70 000 en 1992. El total de los ahorros de impuestos ascendió a \$200 000 (\$46 000 en 1987 + \$70 000 en 1988 + \$34 000 en 1989 + \$22 000 en 1991 + \$28 000 en 1992).

Año	Concepto	Antes de la amortización (1)	Después de la amortización (2)
1987	Utilidades antes de impuestos	\$115 000	\$ 0
	Impuestos	46 000	0
1988	Utilidades antes de impuestos	175 000	0
	Impuestos	70 000	0
1989	Utilidades antes de impuestos	85 000	0
	Impuestos	34 000	0
1990	Utilidades antes de impuestos	(500 000)	0
	Impuestos	0	0
1991	Utilidades antes de impuestos	55 000	0
	Impuestos	22 000	0
1992	Utilidades antes de impuestos	80 000	10 000
	Impuestos	32 000	4 000
1993	Utilidades antes de impuestos	100 000	100 000
	Impuestos	40 000	40 000
1994	Utilidades antes de impuestos	110 000	110 000
	Impuestos	44 000	44 000

En cuanto la empresa vislumbró la pérdida de \$500 000 en 1990, pudo presentar una devolución de impuestos de \$150 000 (\$46 000 + \$70 000 + \$34 000) para el periodo de 1987-1989. Luego, trasladó hacia adelante la parte de la pérdida no utilizada para compensar ingresos pasados y contraponerla a las utilidades positivas de los próximos dos años 1991 y 1992. Si la empresa no hubiera tenido los ingresos suficientes en un periodo de 15 años 1991-2005, para cancelar la pérdida operativa de 1990, tampoco hubiese obtenido más recursos fiscales para recuperarla, puesto que dichas pérdidas se pueden amortizar hacia adelante sólo 15 años, y hubiera perdido el beneficio fiscal para siempre. ■

¹³ A fin de simplificar la exposición, aquí sólo se consideran activos de capital. El tratamiento fiscal completo de ganancias y pérdidas sobre activos depreciables se presentará como parte de la explicación de los flujos de efectivo en el presupuesto de capital del Capítulo 8.

¹⁴ La *Omnibus Budget Reconciliation Act de 1993* incluye una provisión, la cual hace posible que el impuesto sobre ganancias de capital sea partido a la mitad en ganancias resultantes de inversiones realizadas después del 1 de enero de 1993 en compañías jóvenes que tengan menos de cinco años en el mercado con un valor menor de \$50 millones (de dólares). Esta provisión especial, cuya finalidad es la de ayudar a empresas jóvenes, no se considerará en esta obra.

Corporaciones del Subcapítulo S

El Subcapítulo S del Internal Revenue Code (Código de Ingresos Internos) permite que ciertas corporaciones con requisitos específicos, y con 35 o menos accionistas, sean gravadas como una sociedad en lugar de una corporación. Es decir, el ingreso se grava como utilidades directas de los accionistas, sin tener en cuenta si éstas se les distribuyen realmente. La **corporación del Subcapítulo S** es más bien una entidad que declara impuestos más que una entidad que paga impuestos. La principal ventaja de este tipo de organización es que los accionistas reciben todos los beneficios organizacionales de una corporación, mientras que evitan la *doble tributación* relacionada, por lo común, con la distribución de las utilidades corporativas. (La **doble tributación** resulta cuando las utilidades de una corporación, una vez gravadas, se distribuyen como dividendos en efectivo a los accionistas, quienes a su vez tienen que pagar impuestos sobre estos dividendos.) Las corporaciones del Subcapítulo S no gozan de otras ventajas fiscales que se conceden a sociedades anónimas.

REPASO DE CONCEPTOS

2-15 Defina brevemente qué es el ingreso ordinario y las ganancias de capital de corporaciones, y describa los tratamientos a los impuestos de cada una. ¿Qué es la **tasa tributaria promedio**? ¿Qué es la **tasa tributaria marginal**?

2-16 Describa la exclusión de dividendos intercorporativos. ¿Por qué esta característica podría hacer que las inversiones en acciones corporativas de una compañía en otra fueran más atractivas que las inversiones en bonos?

2-17 ¿Qué beneficio se obtiene de la deducibilidad de impuestos de ciertos gastos corporativos? Compare y establezca un contraste entre el tratamiento a los impuestos de los intereses corporativos y los pagos de dividendos.

Resumen

Objetivo 1 **Identificar a los principales participantes en transacciones financieras y las actividades básicas, así como el papel cambiante de las instituciones financieras.** Las instituciones financieras, como bancos, sociedades de ahorro y préstamo, y fondos mutualistas, canalizan los fondos de diversos individuos, empresas y gobiernos a los demandantes de estos fondos. La Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act de 1980 (DIDMCA) y la crisis de las sociedades de ahorro y préstamo de finales de la década de los ochenta han originado competencia creciente y la desaparición de las líneas de distinción entre diversas instituciones. Aunque parecía que la ley DIDMCA introduciría el supermercado financiero integral, a fines de 1992 Sears y otras grandes compañías de servicios financieros comenzaron a dismantelar estas operaciones como resultado de su imposibilidad de obtener los beneficios esperados. El papel de cada una de las principales instituciones financieras se describe brevemente en la Tabla 2-1.

Objetivo 2 **Entender la relación entre instituciones y mercados financieros, así como el papel, la operación y los participantes en el mercado de dinero, la operación y los participantes en el mercado de capital.** Los mercados financieros —el mercado de dinero y el mercado de capital— ofrecen un foro en el cual pueden realizar negocios directamente los oferentes (proveedores) y los demandantes de préstamos e inversiones. En el

mercado de dinero, los valores negociables —instrumentos de deuda a corto plazo— se negocian a través de grandes bancos de Nueva York, operadores en valores del gobierno o bancos de la Reserva Federal. En el mercado de dinero participan individuos, empresas, gobiernos e instituciones financieras, este mercado es creado por las relaciones financieras entre oferentes y demandantes de fondos a corto plazo. El mercado de eurodivisas es el equivalente internacional del mercado de dinero en Estados Unidos.

Objetivo 3 **Describir el mercado de capital, que incluya los principales valores, las bolsas de valores, y el papel del banquero de inversiones.** En el mercado de capital se realizan transacciones de deuda a largo plazo (bonos) y de capital (acciones comunes y preferentes). La parte medular del mercado de capital son las bolsas de valores. Las bolsas de valores organizadas proveen mercados secundarios para los valores. La bolsa sobre el mostrador o mercado fuera de la bolsa es una red de telecomunicaciones que enlaza a participantes activos de este mercado; además de crear un mercado de valores secundario, es un mercado primario en el cual se venden nuevas emisiones públicas. Existen importantes mercados de deuda y de capital —mercado de eurobonos y el mercado de capital internacional— fuera de Estados Unidos. Las bolsas de valores, además de crear mercados líquidos continuos en los cuales las empresas pueden obtener el financiamiento necesario, crean mercados eficientes que determinan y dan a conocer los precios de valores y destinan fondos a usos más productivos. Los banqueros de inversiones ayudan a las empresas a realizar colocaciones privadas y ofertas públicas, asumen el riesgo de encontrar compradores y asesoran a sus clientes.

Objetivo 4 **Analizar los fundamentos de las tasas de interés, la tasa real de interés y las teorías de la estructura temporal (de los plazos) y su relación con la tasa nominal de interés (rendimiento).** El flujo de fondos entre ahorradores (proveedores) e inversionistas (demandantes) es regulado por la tasa de interés o rendimiento requerido. En un hipotético mercado perfecto, libre de inflación habría un costo del dinero (la tasa real de interés). La tasa nominal de interés es la suma de la tasa libre de riesgo, la cual es la suma de la tasa real de interés y la prima de expectativa inflacionaria, y una prima de riesgo que refleja características del emisor y la emisión incluyendo riesgo por incumplimiento, riesgo al vencimiento, riesgo de liquidez, estipulaciones contractuales y riesgo del tipo de interés.

Objetivo 5 **Comprender la estructura temporal (de los plazos) de las tasas de interés —curvas de rendimiento y las teorías de la estructura temporal (de los plazos)— y la relación básica entre el riesgo y las tasas de interés.** Para cualquier clase de valores de riesgo similar, la estructura temporal (de los plazos) de las tasas de interés refleja la relación entre la tasa de interés, o tasa de rendimiento, y el tiempo para el vencimiento. Las curvas de rendimiento pueden ser descendentes (invertidas), ascendentes (normales) o fijas. Con frecuencia se citan tres teorías —la hipótesis de expectativas, la teoría de la preferencia de liquidez y la teoría de segmentación de mercado— para explicar la forma general de la gráfica de rendimiento. Como los inversionistas deben ser compensados por tomar riesgos, esperan obtener mayores rendimientos cuanto mayor sea el riesgo. Cada tipo de valor ofrece una serie de compensaciones potenciales entre riesgo y rendimiento.

Objetivo 6 **Describir los fundamentos de la tributación de las empresas de ingresos ordinarios y ganancias de capital, el tratamiento de las pérdidas por impuestos y las corporaciones del Subcapítulo S.** Mientras que el ingreso de las empresas de propiedad unipersonal y las sociedades se grava como el ingreso de los propietarios individuales, el ingreso corporativo está sujeto a impuestos corporativos. Las tasas de impuestos corporativos son aplicables a ingresos ordinarios (después de deducciones permisibles de gastos) y también a ganancias de capital. La tasa tributaria promedio que paga una corporación varía de 15 a 35%. (Por conveniencia, se considera una tasa tributaria marginal de 40% en esta obra.) Ciertas provisiones en el código de impuestos, como exclusiones de dividendos intercorporativos, gastos deducibles de impuestos y amortización de pérdidas fiscales en periodos anteriores y posteriores, ofrecen a los contribuyentes corporativos oportunidades de reducir sus impuestos. Además, las corporaciones del Subcapítulo S —pequeñas

corporaciones que cumplen con requisitos especiales de la IRS— pueden elegir que sus ingresos sean gravados como los de sociedades.

Problemas de autoevaluación (Soluciones en el Apéndice E)

PA 2-1 CA 6: Impuestos corporativos Montgomery Enterprises, Inc. tuvo ingresos ordinarios de \$280 000 (dólares) para el año que acaba de terminar. En el transcurso del año, la compañía vendió acciones que poseía en otra compañía por \$180 000; es decir, \$30 000 por encima de su precio de compra de \$150 000, pagado un año antes.

- ¿Cuál es el monto, si lo hay, de las ganancias de capital realizadas durante el año?
- ¿Qué ingreso gravable total tuvo la empresa durante el año?
- Utilice el cuadro de la tasa corporativa de impuestos, de la Tabla 2-3, para calcular el total de los impuestos que la empresa debe.
- Calcule la tasa tributaria promedio y la tasa tributaria marginal, basándose en los resultados obtenidos en las preguntas anteriores.

Problemas

2-1 CA 4 Tasa real de interés Para estimar la tasa real de interés, la división económica de la empresa Mountain Banks, importante firma de banca, ha obtenido los datos que se resumen en la tabla siguiente. Ante la gran probabilidad de que sea aprobada una nueva legislación tributaria en el futuro próximo, tanto los datos actuales como los datos que reflejan el probable efecto de la aprobación de la legislación sobre la demanda de fondos también son incluidos en la tabla. (Nota: la legislación propuesta no tendrá ningún efecto sobre el cuadro de oferta de fondos. Suponga un mundo perfecto en el cual se espera que la inflación sea de 0; los proveedores y demandantes de fondos no tengan preferencia de liquidez, y todos los resultados sean confiables.)

a) Dibuje la curva de oferta y demanda de fondos, y utilice los datos actuales. (Nota: a diferencia de la Figura 2-3, las funciones aquí no aparecerán como líneas rectas.)

Fondos ofrecidos/solicitados (en mmd)	Datos actuales		Con la aprobación de la legislación tributaria	
	Tasa de interés requerida por proveedores de fondos (%)	Tasa de interés requerida por demandantes de fondos (%)	Tasa de interés requerida por demandantes de fondos (%)	Tasa de interés requerida por demandantes de fondos (%)
1	2	7	7	9
5	3	6	6	8
10	4	4	4	7
20	6	3	3	6
50	7	2	2	4
100	9	1	1	3

- Utilice su gráfica, y sirviéndose de los datos actuales califique y anote la tasa real de interés.
- Agregue a la gráfica trazada en a) la nueva curva esperada de demanda en caso de que la legislación fiscal propuesta se vuelva efectiva.
- ¿Cuál es la nueva tasa real de interés? Compare y analice este resultado a la luz de su análisis en b).

2-2 CA 5 Gráfica (curva) de rendimiento Una empresa, que desea evaluar el comportamiento de la tasa de interés, ha reunido los datos de rendimiento de cinco valores del Tesoro de Estados Unidos, cada uno con un vencimiento diferente, y todos medidos en la misma fecha. Tales datos están resumidos a continuación.

Valores del Tesoro	Vencimiento	Rendimiento (%)
A	1 año	12.6
B	10 años	11.2
C	6 meses	13.0
D	20 años	11.0
E	5 años	11.4

- Trace la curva de rendimiento basándose en los datos presentados en la tabla.
- Describa la curva de rendimiento resultante en a), y explique las expectativas generales incluidas en ella.

2-3 CA 4,5 Tasa nominal de interés y gráfica (curva) de rendimiento Un estudio reciente de las expectativas inflacionarias mostró que el consenso entre los pronosticadores económicos reveló las siguientes tasas promedio de inflación anuales esperadas en el transcurso de los periodos mencionados. (Nota: suponga que el riesgo de futuros movimientos en la tasa de interés afectarán en mayor grado a los vencimientos a largo plazo y que los de corto plazo es cero, esto es, no hay riesgo al vencimiento.)

Periodo	Tasa promedio de inflación anual (%)
3 meses	5
1 año	6
5 años	8
10 años	8.5
20 años	9

- Si la tasa real de interés es actualmente de 2.5%, encuentre la tasa nominal de interés de cada una de las siguientes emisiones del Tesoro de Estados Unidos: bono de 20 años, certificado de 3 meses, pagaré de 1 año, bono de 5 años.
- Si la tasa real de interés cayera repentinamente a 2% sin ningún cambio en las expectativas inflacionarias, ¿qué efecto, si lo hubiera, tendría esto sobre sus respuestas del inciso a)? Explique por qué.
- Mediante el empleo de los resultados obtenidos en a), trace una curva de rendimiento para los valores del Tesoro. Describa la forma general y las expectativas reflejadas en la curva.

2-4 4,5 Tasas nominal y real y curvas de rendimiento Una empresa que desea evaluar el comportamiento de la tasa de interés ha reunido datos sobre la tasa nominal de interés y la expectativa inflacionaria de cinco valores del Tesoro de Estados Unidos, cada uno con vencimientos diferentes y medidos en un momento distinto durante el año que acaba de finalizar. (Nota: suponga que el riesgo de futuros movimientos de la tasa de interés afectarán en mayor grado a los vencimientos a largo plazo y que los de corto plazo es cero; es decir, no hay *riesgo al vencimiento*.) Estos datos se resumen en la tabla siguiente.

Valores del Tesoro	Fecha	Vencimiento	Tasa nominal de Interés (%)	Expectativa de Inflación (%)
A	enero 7	1 año	12.6	9.5
B	marzo 12	10 años	11.2	8.2
C	mayo 30	6 meses	13.0	10.0
D	agosto 15	20 años	11.0	8.1
E	diciembre 30	5 años	11.4	8.3

- a Al utilizar los datos mencionados, encuentre la tasa real de interés para cada fecha.
- b Describa el comportamiento de la tasa real de interés en el transcurso del año. ¿Qué fuerzas podrían ser responsables por este comportamiento?
- c Dibuje la curva de rendimiento relacionada con estos datos, suponiendo que las tasas nominales se midieron en la misma fecha.
- d Describa la curva de rendimiento resultante de c, y explique las expectativas generales incluidas en ella.

2-5 5 Estructura temporal de las tasas de interés Los siguientes datos de rendimiento para varios bonos corporativos de alta calidad existieron en cada una de las tres fechas mencionadas:

Vencimiento (años)	Rendimiento (%)		
	Hace 5 años	Hace 2 años	Actual
1	9.1	14.6	9.3
3	9.2	12.8	9.8
5	9.3	12.2	10.9
10	9.5	10.9	12.6
15	9.4	10.7	12.7
20	9.3	10.5	12.9
30	9.4	10.5	13.5

- a En el mismo conjunto de ejes, trace la curva de rendimiento en cada una de las fechas determinadas.
- b Clasifique cada curva de a según su forma general (descendente, ascendente, fija).
- c Describa las expectativas generales inflacionarias y de tasa de interés existentes en cada una de las tres fechas.

2-6 4 Tasa libre de riesgo y primas de riesgo La tasa real de interés es de 3%; las expectativas inflacionarias y las primas de riesgo para varios valores son indicadas a continuación:

Valor	Prima de inflación (%)	Prima de riesgo (%)
A	6	3
B	9	2
C	8	2
D	5	4
E	11	1

- a Encuentre la tasa de interés libre de riesgo, R_f , aplicable a cada valor.
- b Aunque no se mencione, ¿qué factor es la causa de las distintas tasas libre de riesgo encontradas en a?
- c Calcule la tasa nominal de interés para cada valor.

2-7 4 Primas de riesgo Eleanor Burns está intentando encontrar la tasa nominal de interés para cada uno de dos valores, A y B, emitidos por diferentes empresas en la misma fecha. Ella ha reunido los datos siguientes:

Característica	Valor A	Valor B
Tiempo de vencimiento	3 años	15 años
Prima de expectativa de inflación	9.0%	7.0%
Prima de riesgo para:		
Riesgo por incumplimiento	1.0%	2.0%
Riesgo al vencimiento	0.5%	1.5%
Riesgo de liquidez	1.0%	1.0%
Otro riesgo	0.5%	1.5%

- a Si la tasa real de interés es actualmente de 2%, encuentre la tasa de interés libre de riesgo aplicable a cada valor.
- b Encuentre la prima de riesgo total del valor atribuible a cada emisor y el riesgo de emisión.
- c Calcule la tasa nominal de interés para cada valor. Compare y explique sus resultados.

2-8 6 Impuestos corporativos La empresa Tantor Supply, Inc. es un pequeño distribuidor exclusivo de una línea importante de artículos deportivos. Durante 1994 la empresa ganó \$92 500 (dólares) antes de impuestos.

- a Calcule la obligación tributaria de la empresa utilizando el cuadro de la tasa tributaria, presentado en la Tabla 2-3.
- b ¿Cuál es el ingreso de Tantor Supply en 1994 después de impuestos?
- c ¿Cuál fue la tasa tributaria promedio de la empresa, con base en los resultados de a?
- d ¿Cuál es la tasa tributaria marginal de la empresa, con base en los resultados de a?

2-9 2A 6 Tasas tributarias promedio de las corporaciones Mediante el cuadro de la tasa corporativa de impuestos presentado en la Tabla 2-3, haga lo siguiente:

- Calcule la obligación tributaria, las utilidades después de impuestos y las tasas tributarias promedio para los siguientes niveles de utilidades corporativas antes de impuestos: \$10 000; \$80 000; \$300 000; \$500 000; \$1.5 millones; \$10 millones y \$15 millones.
- Grafique las tasas tributarias promedio (medidas en el eje *y*), con los niveles de ingreso antes de impuestos (medidos en el eje *x*). ¿Qué generalización se puede hacer en lo que concierne a la relación entre estas variables?

2-10 2A 6 Tasas tributarias marginales para corporaciones Utilice el cuadro de la tasa tributaria corporativa presentado en la Tabla 2-3, haga lo que se indica a continuación:

- Encuentre la tasa tributaria marginal para los siguientes niveles de ingresos corporativos antes de impuestos: \$15 000; \$60 000; \$90 000; \$200 000; \$400 000; \$1 millón y \$20 millones de dólares.
- Grafique las tasas tributarias marginales (medidas en el eje *y*) con los niveles de ingreso antes de impuestos (medidos en el eje *x*). Explique la relación entre estas variables.

2-11 2A 6 Intereses contra dividendos La empresa Shering Distributors, Inc., tuvo ingresos por operaciones antes de impuestos de \$490 000 (dólares) durante el año pasado. Aparte, percibió en el transcurso del año \$20 000 en intereses de bonos que poseía en Zig Manufacturing, y recibió \$20 000 de dividendos de acciones comunes de su participación de 5% en la empresa Tank Industries, Inc., Shering se encuentra en la categoría tributaria de 40%, y resulta elegible por una exclusión de dividendos de 70% sobre sus acciones en Tank Industries.

- Calcule los impuestos de la empresa sólo sobre sus ingresos por operación.
- Encuentre el monto de impuestos y el de después de impuestos que resulta del interés percibido de los bonos de Zig Manufacturing.
- Encuentre el monto de impuestos y el de después de impuestos, atribuible a los dividendos percibidos de las acciones comunes de Tank Industries, Inc.
- Compare, contraste y explique los montos después de impuestos que resultan del interés de los bonos y de los ingresos de dividendos calculados en **b** y **c**.
- ¿Cuál es la obligación tributaria total de la empresa para todo el año?

2-12 2A 6 Gasto por intereses contra dividendos La empresa Michaels Corporation espera utilidades, antes de intereses e impuestos de \$40 000 para este período. A partir del supuesto de una tasa tributaria promedio de 40%, calcule las utilidades después de impuestos de la empresa y los ingresos disponibles para los tenedores de acciones comunes (utilidades después de impuestos y dividendos de acciones preferentes, si los hay) en las siguientes condiciones:

- La empresa paga \$10 000 en intereses.
- La empresa paga \$10 000 en dividendos de acciones preferentes.

2-13 2A 6 Impuestos sobre ganancias de capital La empresa Perkins Manufacturing está considerando la venta de dos activos no depreciables, X y Y. El activo X fue comprado por \$2 000 y será vendido en \$2 250. El activo Y fue comprado por \$30 000 y será vendida en \$35 000. La empresa está sujeta a una tasa tributaria de 40% sobre las ganancias de capital.

- Calcule el monto de la ganancia de capital, si la hay, realizada sobre cada uno de los activos.
- Calcule el impuesto sobre la venta de cada activo.

2-14 2A 4 Impuestos sobre ganancias de capital La tabla siguiente contiene precios de compra y venta para los activos de capital no depreciables de una corporación importante. La empresa pagó impuestos de 40% sobre sus ganancias de capital.

Activo	Precio de compra	Precio de venta
A	\$ 3 000	\$ 3 400
B	12 000	12 000
C	62 000	80 000
D	41 000	45 000
E	16 500	18 000

- Determine el monto de ganancias de capital realizado en cada uno de los cinco activos.
- Calcule el monto de los impuestos pagados sobre cada uno de los activos.

2-15 2A 6 Amortización de pérdidas fiscales en periodos anteriores y posteriores La empresa Ordway Shipbuilding tuvo las siguientes utilidades antes de impuestos y los impuestos por pagar asociados para el periodo de 1985 a 1994:

Año	Utilidades antes de impuestos	Impuestos por pagar
1985	\$600 000	\$240 000
1986	450 000	180 000
1987	200 000	80 000
1988	300 000	120 000
1989		
1990	400 000	160 000
1991	300 000	120 000
1992	500 000	200 000
1993	600 000	240 000
1994	300 000	120 000

La empresa paga impuestos a una tasa de 40%. Para cada uno de los siguientes casos: (1) calcule las utilidades antes de impuestos y los impuestos después del ajuste para cualquier amortización en periodos anteriores o posteriores permisible en cada año y (2) indique el cambio total en impuestos, si lo hubo, resultante de estas decisiones.

- En 1989, Ordway tuvo una pérdida operativa de \$1.8 millones.
- En 1989, Ordway obtuvo utilidades antes de impuestos por \$350 000.
- En 1989, Ordway tuvo una pérdida operativa de \$400 000.
- En 1989, Ordway tuvo utilidades antes de impuestos de exactamente \$0.

Caso del Capítulo 2 Determinar los ingresos e impuestos de Sandberg Manufacturing

Marie Clinton, contadora de Sandberg Manufacturing, se está encargando de determinar los ingresos gravables y la obligación de impuestos por pagar de la compañía, dicha compañía manufacturera

sensores electrónicos que se utilizan principalmente en sistemas de alarma, al 31 de diciembre de 1994. Poco tiempo después del fin de año, pudo recopilar toda la información contable necesaria. Ella sabía que la empresa pagaría impuestos según las tasas corporativas vigentes sobre ingresos ordinarios y de ganancias de capital. La compañía poseía 110 000 acciones comunes.

Marie llegó a la conclusión de que los ingresos de la compañía para 1994 se derivaban de cuatro fuentes:

1. Ingreso por ventas:	\$2 350 000
2. Ingreso por intereses:	\$ 16 000
3. Ingreso por dividendos de la propiedad de 15% de Sandberg en Southern Switch Corporation:	\$ 45 000
4. Ganancias de capital obtenidas de la venta de ciertos activos de la corporación:	\$ 80 000

Dentro de los costos y gastos del año se cuentan:

1. Costos de productos y gastos por operación:	\$2 100 000
2. Gastos por intereses:	\$ 130 000
3. Total de dividendos pagados:	\$ 80 000

Se requiere que

- Calcule las utilidades de la compañía antes de impuestos al 31 de diciembre de 1994.
- Utilice sus resultados de **a** junto con el plan de tasas de impuestos para corporaciones de la Tabla 2-3 a fin de calcular el pago de impuestos total de la compañía para el año calendario 1994.
- Determine (1) la tasa tributaria promedio y (2) la tasa tributaria marginal de Sandberg con base en sus ingresos e impuestos de 1994.
- Utilice la tasa tributaria marginal obtenida en **c** para determinar el costo después de impuestos de 1994 de (1) los gastos por intereses y (2) los pagos de dividendos de Sandberg.
- Calcule (1) las utilidades después de impuestos y (2) las utilidades por acción (UPA) de Sandberg al 31 de diciembre de 1994.
- ¿Cuáles fueron las utilidades retenidas de la empresa en 1994?

Capítulo 3 Estados financieros, depreciación y flujos de efectivo

OBJETIVOS DE APRENDIZAJE

OA 1 Describir el objetivo y los componentes básicos del informe a los accionistas.

OA 2 Conocer el formato y los componentes principales del estado de resultados, así como el balance general e interpretar dichos estados.

OA 3 Identificar el fin y el contenido básico del estado de utilidades retenidas, el estado de cambios en la posición financiera y los procedimientos para consolidar estados financieros internacionales.

OA 4 Comprender el efecto de la depreciación y otros cargos que no implican desembolsos de efectivo a los flujos de la compañía.

OA 5 Determinar el valor y su vida depreciable de un activo, su periodo de depreciación y el monto de la depreciación permitida cada año con fines de deducción de impuestos mediante el sistema modificado de recuperación de costo acelerado.

OA 6 Analizar los flujos de efectivo de la empresa y desarrollar e interpretar el estado de cambios en la posición financiera.

Comprender los estados financieros es fundamental para administrar una empresa y saber cómo opera. Los estados financieros proporcionan un panorama intuitivo de una compañía, es el punto de partida para análisis más profundos. También son la base de planes de operación y presupuestos internos.

La mayoría de las compañías tienen diferentes modelos y niveles de estados financieros. Los estados de un almacén son muy diferentes a los de una compañía de alta tecnología como QUALCOMM, líder internacional en sistemas digitales inalámbricos de comunicación. Existen estados internos detallados que utilizan los administradores para operar su unidad mercantil específica, versiones resumidas de estos estados para la alta administración, estados revisados para informes a los accionistas y declaraciones de impuestos para la Internal Revenue Service (fisco). La estructura de negocios de la compañía también afecta los estados financieros. La clasificación de las operaciones para crear informes internos puede diferir de la clasificación de las operaciones para desarrollar informes externos. Los administradores pueden dividir unidades mercantiles en líneas de productos.

La orientación de una compañía hacia el flujo de efectivo o hacia las ganancias y pérdidas depende de su antigüedad y de su ciclo de vida. Como la mayoría de las compañías jóvenes, QUALCOMM estuvo orientada al flujo de efectivo en un principio; ahora está más orientada hacia la ganancia y la pérdida. Una vez que una compañía