

Fundamentos de **Administración Financiera**

décimotercera edición

PEARSON

James C. Van Horne
John M. Wachowicz, Jr.

Fundamentos de Administración Financiera

Fundamentos de Administración Financiera

Decimotercera edición

James C. Van Horne

Universidad de Stanford

John M. Wachowicz, Jr.

Universidad de Tennessee

TRADUCCIÓN

Marcia Aida González Osuna

Traductora profesional

Especialista en administración y economía

REVISIÓN TÉCNICA

Sergio Garcilazo Lagunes

Coordinador del Comité de Investigación y

Jefe del Área Académica de Negocios Internacionales

Universidad Panamericana-Campus Ciudad de México

Marisol Cen Caamal

División de Negocios

Universidad Anáhuac Mayab

Leonor Rosado Muñoz

Facultad de Contaduría y Administración

Universidad Autónoma de Yucatán

Prentice Hall

México • Argentina • Brasil • Colombia • Costa Rica • Chile • Ecuador
España • Guatemala • Panamá • Perú • Puerto Rico • Uruguay • Venezuela

VAN HORNE C., JAMES, WACHOWICZ, JR., JOHN M.

Fundamentos de Administración Financiera

Decimotercera edición

PEARSON EDUCACIÓN, México, 2010

ISBN: 978-607-442-948-0

Área: Administración

Formato: 21 × 27 cm

Páginas: 744

Authorized translation from the English language edition, entitled *Fundamentals of financial Management*, 13 edition, by James C. Van Horne and John M. Wachowicz, Jr. published by Pearson Education, Ltd. publishing as Prentice Hall, Inc. Copyright © 2001, 1998 by Prentice Hall, Inc. Pearson Education Limited 2005, 2009. This translation is published by arrangement with Pearson Education Limited, United Kingdom. All rights reserved.

ISBN 9780273713630

Traducción autorizada de la edición en idioma inglés, titulada: *Fundamentals of financial Management*, 13ª edición, por James C. Van Horne y John M. Wachowicz, Jr. publicada por Pearson Education, Inc., publicada como PRENTICE HALL., Copyright © 2001, 1998 por Prentice Hall, Inc. Pearson Education Limited 2005, 2009. Esta traducción se publica por acuerdo con Pearson Education Limited, Reino Unido. Todos los derechos reservados.

Esta edición en español es la única autorizada.

Edición en español

Editor: Guillermo Domínguez Chávez
e-mail: guillermo.dominguez@pearsoned.com
Editor de desarrollo: Felipe Hernández Carrasco
Supervisor de producción: Gustavo Rivas Romero

DECIMOTERCERA EDICIÓN, VERSIÓN IMPRESA, 2010
PRIMERA EDICIÓN E-BOOK, 2010

D.R. © 2010 por Pearson Educación de México, S.A. de C.V.
Atacomulco 500-5o. piso
Col. Industrial Atoto
C. P. 53519, Naucalpan de Juárez, Estado de México

Cámara Nacional de la Industria Editorial Mexicana. Reg. núm. 1031.

Prentice Hall es una marca registrada de Pearson Educación de México, S.A. de C.V.

Reservados todos los derechos. Ni la totalidad ni parte de esta publicación pueden reproducirse, registrarse o transmitirse, por un sistema de recuperación de información, en ninguna forma ni por ningún medio, sea electrónico, mecánico, fotoquímico, magnético o electroóptico, por fotocopia, grabación o cualquier otro, sin permiso previo por escrito del editor.

El préstamo, alquiler o cualquier otra forma de cesión de uso de este ejemplar requerirá también la autorización del editor o de sus representantes.

ISBN LIBRO IMPRESO: 978-607-442-948-0
ISBN E-BOOK: 978-607-442-949-7
ISBN E-CHAPTER: 978-607-442-950-3

Impreso en México. *Printed in Mexico.*
1 2 3 4 5 6 7 8 9 0 - 13 12 11 10

Prentice Hall
es una marca de

PEARSON

A Mimi, Drew, Stuart y Stephen
James C. Van Horne

A Emerson, John, June, Lien y Patricia
John M. Wachowicz, Jr.

Contenido abreviado

- ● ● **Parte 1** Introducción a la administración financiera
 - 1 El papel de la administración financiera 1
 - 2 Entornos de negocios, fiscales y financieros 17

- ● ● **Parte 2** Valuación
 - 3 Valor del dinero en el tiempo 41
 - 4 La valuación de valores a largo plazo 73
 - 5 Riesgo y rendimiento 97
 - Apéndice A Medición del riesgo de un portafolio 117
 - Apéndice B Teoría de fijación de precios por arbitraje 119

- ● ● **Parte 3** Herramientas de análisis y planeación financiera
 - 6 Análisis de estados financieros 127
 - Apéndice Impuestos diferidos y análisis financiero 158
 - 7 Análisis de fondos, análisis de flujo de efectivo y planeación financiera 169
 - Apéndice Modelado del crecimiento sustentable 190

- ● ● **Parte 4** Administración del capital de trabajo
 - 8 Perspectiva general de la administración del capital de trabajo 205
 - 9 Administración de efectivo y valores comerciales 221
 - 10 Administración de cuentas por cobrar e inventarios 249
 - 11 Financiamiento a corto plazo 281

- ● ● **Parte 5** Inversión en bienes de capital
 - 12 Presupuesto de capital y estimación de los flujos de efectivo 307
 - 13 Técnicas para elaborar el presupuesto de capital 323
 - Apéndice A Tasas internas de rendimiento múltiples 341
 - Apéndice B Análisis de la cadena de replazo 343
 - 14 Riesgo y opciones administrativas (reales) de presupuesto de capital 353

- ● ● **Parte 6** Costo de capital, estructura de capital y política de dividendos
 - 15 Rendimientos requeridos y costo de capital 381
 - Apéndice A Ajuste de beta por apalancamiento financiero 407
 - Apéndice B Valor presente ajustado 408
 - 16 Apalancamiento financiero y operativo 419
 - 17 Determinación de la estructura de capital 451
 - 18 Política de dividendos 475

 - ● ● **Parte 7** Financiamiento a mediano y largo plazo
 - 19 El mercado de capital 505
 - 20 Deuda a largo plazo, acciones preferenciales y acciones ordinarias 527
 - Apéndice Reembolso de una emisión de bonos 544
 - 21 Préstamos a plazo y arrendamientos 553
 - Apéndice Manejo contable de arrendamientos 568

 - ● ● **Parte 8** Áreas especiales de administración financiera
 - 22 Valores convertibles, intercambiables y garantías 577
 - Apéndice Fijación de precio de la opción 589
 - 23 Fusiones y otras formas de reestructuración corporativa 603
 - Apéndice Remedios para una compañía con problemas financieros 630
 - 24 Administración financiera internacional 647
- Apéndice 679**
- Glosario 689**
- Símbolos de uso común 705**
- Índice 707**

Contenido

Agradecimientos xix

Prefacio xxi

● ● ● **Parte 1** Introducción a la administración financiera

1 El papel de la administración financiera 1

Objetivos 1

Introducción 2

¿Qué es administración financiera? 2

La meta de la compañía 3

Gobernanza corporativa 8

Función de administración financiera de la organización 8

Organización del libro 10

Puntos clave de aprendizaje 13

Preguntas 14

Referencias seleccionadas 14

2 Entornos de negocios, fiscales y financieros 17

Objetivos 17

El entorno de negocios 18

El entorno fiscal 20

El entorno financiero 27

Puntos clave de aprendizaje 35

Preguntas 36

Problemas para autoevaluación 37

Problemas 37

Soluciones a los problemas para autoevaluación 38

Referencias seleccionadas 39

● ● ● **Parte 2** Valuación

3 Valor del dinero en el tiempo 41

Objetivos 41

La tasa de interés 42

Interés simple 43

Interés compuesto 43

Capitalización más de una vez al año 59

Amortización de un préstamo 62

Tabla de resumen de fórmulas clave de interés compuesto	63
Puntos clave de aprendizaje	63
Preguntas	64
Problemas para autoevaluación	64
Problemas	65
Soluciones a los problemas para autoevaluación	69
Referencias seleccionadas	71

4 La valuación de valores a largo plazo 73

Objetivos	73
Diferencias entre los conceptos de valuación	74
Valuación de bonos	75
Valuación de acciones preferenciales	78
Valuación de acciones ordinarias	79
Tasas de rendimiento (o de retorno)	83
Tabla de resumen de fórmulas clave del valor presente para valorar instrumentos a largo plazo (flujos de efectivo anuales supuestos)	88
Puntos clave de aprendizaje	88
Preguntas	89
Problemas para autoevaluación	90
Problemas	91
Soluciones a los problemas para autoevaluación	93
Referencias seleccionadas	95

5 Riesgo y rendimiento 97

Objetivos	97
Definición de riesgo y rendimiento	98
Uso de distribuciones de probabilidad para medir el riesgo	99
Actitudes hacia el riesgo	101
Riesgo y rendimiento en el contexto de un portafolio	103
Diversificación	104
Modelo de fijación de precios de activos de capital (MPAC)	106
Mercados financieros eficientes	114
Puntos clave de aprendizaje	116
Apéndice A: Medición del riesgo de un portafolio	117
Apéndice B: Teoría de fijación de precios por arbitraje	119
Preguntas	121
Problemas para autoevaluación	122
Problemas	122
Soluciones a los problemas para autoevaluación	125
Referencias seleccionadas	126

● ● ● **Parte 3** Herramientas de análisis y planeación financiera

6 Análisis de estados financieros 127

- Objetivos 127
- Estados financieros 128
- Un marco de trabajo posible para el análisis 134
- Razones del balance general 138
- Razones del estado de pérdidas y ganancias y de estado de pérdidas y ganancias/balance general 141
- Análisis de tendencia 152
- Análisis de tamaño común y de índice 153
- Puntos clave de aprendizaje 156
- Resumen de razones clave 157
- Apéndice: Impuestos diferidos y análisis financiero 158
- Preguntas 159
- Problemas para autoevaluación 160
- Problemas 161
- Soluciones a los problemas para autoevaluación 165
- Referencias seleccionadas 167

7 Análisis de fondos, análisis de flujo de efectivo y planeación financiera 169

- Objetivos 169
- Estado de flujo de fondos (fuentes y usos) 170
- Estado contable de flujos de efectivo 176
- Pronósticos del flujo de efectivo 180
- Rango de estimaciones de flujo de efectivo 184
- Pronósticos de estados financieros 186
- Puntos clave de aprendizaje 190
- Apéndice: Modelado del crecimiento sustentable 190
- Preguntas 194
- Problemas para autoevaluación 195
- Problemas 197
- Soluciones a los problemas para autoevaluación 200
- Referencias seleccionadas 203

● ● ● **Parte 4** Administración del capital de trabajo

8 Perspectiva general de la administración del capital de trabajo 205

- Objetivos 205
- Introducción 206
- Aspectos del capital de trabajo 208
- Financiamiento de activos corrientes: Mezcla a corto y largo plazos 210
- Combinar la estructura de pasivos y las decisiones de activos corrientes 215
- Puntos clave de aprendizaje 216

Preguntas 216
Problema para autoevaluación 217
Problemas 217
Solución al problema para autoevaluación 218
Referencias seleccionadas 219

9 Administración de efectivo y valores comerciales 221

Objetivos 221
Motivos para tener efectivo 222
Agilizar los ingresos de efectivo 223
R-e-t-a-r-d-a-r los pagos en efectivo 228
Comercio electrónico 231
Subcontratación 233
Conservación de saldos de efectivo 234
Inversión en valores comerciales 235
Puntos clave de aprendizaje 244
Preguntas 245
Problemas para autoevaluación 245
Problemas 246
Soluciones a los problemas para autoevaluación 247
Referencias seleccionadas 248

10 Administración de cuentas por cobrar e inventarios 249

Objetivos 249
Políticas de crédito y cobranza 250
Análisis del solicitante de crédito 258
Administración y control de inventarios 263
Puntos clave de aprendizaje 273
Preguntas 274
Problemas para autoevaluación 274
Problemas 275
Soluciones a los problemas para autoevaluación 278
Referencias seleccionadas 279

11 Financiamiento a corto plazo 281

Objetivos 281
Financiamiento espontáneo 282
Financiamiento negociado 287
Factoraje de cuentas por cobrar 298
Composición del financiamiento a corto plazo 300
Puntos clave de aprendizaje 301
Preguntas 302
Problemas para autoevaluación 302
Problemas 304
Soluciones a los problemas para autoevaluación 305
Referencias seleccionadas 306

● ● ● **Parte 5** Inversión en bienes de capital

12 Presupuesto de capital y estimación de los flujos de efectivo 307

- Objetivos 307
- Procesos de presupuesto de capital: Descripción general 308
- Generación de propuestas de proyectos de inversión 308
- Estimación de “flujos de efectivo operativos incrementales después de impuestos” de los proyectos 309
- Puntos clave de aprendizaje 318
- Preguntas 318
- Problemas para autoevaluación 319
- Problemas 319
- Soluciones a los problemas para autoevaluación 321
- Referencias seleccionadas 322

13 Técnicas para elaborar el presupuesto de capital 323

- Objetivos 323
- Evaluación y selección de proyectos: Métodos alternativos 324
- Dificultades potenciales 330
- Supervisión de proyectos: Revisiones de avance y post-auditorías 340
- Puntos clave de aprendizaje 340
- Apéndice A: Tasas internas de rendimiento múltiples 341
- Apéndice B: Análisis de la cadena de remplazo 343
- Preguntas 345
- Problemas para autoevaluación 346
- Problemas 347
- Soluciones a los problemas para autoevaluación 349
- Referencias seleccionadas 350

14 Riesgo y opciones administrativas (reales) de presupuesto de capital 353

- Objetivos 353
- El problema de riesgo del proyecto 354
- Riesgo total del proyecto 357
- Contribución al riesgo total de la empresa: Enfoque del portafolio de la empresa 364
- Opciones administrativas (reales) 368
- Puntos clave de aprendizaje 373
- Preguntas 373
- Problemas para autoevaluación 374
- Problemas 375
- Soluciones a los problemas para autoevaluación 377
- Referencias seleccionadas 379

- ● ● **Parte 6 Costo de capital, estructura de capital y política de dividendos**
- 15 Rendimientos requeridos y costo de capital 381**
 - Objetivos 381
 - Creación de valor 382
 - Costo total del capital de la empresa 383
 - El MPAC: Tasas de rendimiento requeridas específicas para proyectos y grupos 396
 - Evaluación de proyectos con base en su riesgo total 401
 - Puntos clave de aprendizaje 406
 - Apéndice A: Ajuste de beta por apalancamiento financiero 407
 - Apéndice B: Valor presente ajustado 408
 - Preguntas 410
 - Problemas para autoevaluación 411
 - Problemas 412
 - Soluciones a los problemas para autoevaluación 415
 - Referencias seleccionadas 417
- 16 Apalancamiento financiero y operativo 419**
 - Objetivos 419
 - Apalancamiento operativo 420
 - Apalancamiento financiero 427
 - Apalancamiento total 435
 - Capacidad del flujo de efectivo para cubrir la deuda 436
 - Otros métodos de análisis 439
 - Combinación de métodos 440
 - Puntos clave de aprendizaje 441
 - Preguntas 442
 - Problemas para autoevaluación 443
 - Problemas 444
 - Soluciones a los problemas para autoevaluación 446
 - Referencias seleccionadas 449
- 17 Determinación de la estructura de capital 451**
 - Objetivos 451
 - Panorama conceptual 452
 - Principio del valor total 456
 - Presencia de imperfecciones del mercado y aspectos de incentivos 458
 - Efecto de los impuestos 461
 - Impuestos e imperfecciones del mercado combinados 463
 - Señales financieras 465
 - Tiempos y flexibilidad financiera 465
 - Lista de verificación de financiamiento 466
 - Puntos clave de aprendizaje 467
 - Preguntas 468
 - Problemas para autoevaluación 468
 - Problemas 469

Soluciones a los problemas para autoevaluación 471
Referencias seleccionadas 473

18 Política de dividendos 475

Objetivos 475
Políticas de dividendos pasivas contra activas 476
Factores que influyen en la política de dividendos 481
Estabilidad de los dividendos 484
Dividendos en acciones y fraccionamiento de acciones 486
Recompra de acciones 491
Consideraciones administrativas 495
Puntos clave de aprendizaje 496
Preguntas 497
Problemas para autoevaluación 498
Problemas 499
Soluciones a los problemas para autoevaluación 501
Referencias seleccionadas 502

● ● ● **Parte 7** Financiamiento a mediano y largo plazo

19 El mercado de capital 505

Objetivos 505
Un breve repaso 506
Emisión pública 507
Suscripción privilegiada 509
Reglamento de la oferta de valores 512
Colocación privada 516
Financiamiento inicial 519
Efectos de señalización 520
Mercado secundario 522
Puntos clave de aprendizaje 522
Preguntas 523
Problemas para autoevaluación 524
Problemas 524
Soluciones a los problemas para autoevaluación 525
Referencias seleccionadas 526

20 Deuda a largo plazo, acciones preferenciales y acciones ordinarias 527

Objetivos 527
Los bonos y sus características 528
Tipos de instrumentos de deuda a largo plazo 529
Retiro de bonos 532
Acciones preferenciales y sus características 534
Acciones ordinarias y sus características 538
Derechos de los accionistas ordinarios 539

Acciones ordinarias de clase dual 542
Puntos clave de aprendizaje 543
Apéndice: Reembolso de una emisión de bonos 544
Preguntas 546
Problemas para autoevaluación 547
Problemas 548
Soluciones a los problemas para autoevaluación 550
Referencias seleccionadas 551

21 Préstamos a plazo y arrendamientos 553

Objetivos 553
Préstamos a plazo 554
Previsiones de los acuerdos de préstamos 556
Financiamiento de equipo 558
Arrendamiento financiero 559
Evaluación del arrendamiento financiero en relación con la deuda financiera 562
Puntos clave de aprendizaje 567
Apéndice: Manejo contable de arrendamientos 568
Preguntas 571
Problemas para autoevaluación 571
Problemas 572
Soluciones a los problemas para autoevaluación 574
Referencias seleccionadas 575

● ● ● **Parte 8 Áreas especiales de administración financiera**

22 Valores convertibles, intercambiables y garantías 577

Objetivos 577
Valores convertibles 578
Valor de títulos convertibles 581
Bonos intercambiables 584
Garantías 585
Puntos clave de aprendizaje 589
Apéndice: Fijación de precio de la opción 589
Preguntas 595
Problemas para autoevaluación 596
Problemas 597
Soluciones a los problemas para autoevaluación 599
Referencias seleccionadas 600

23 Fusiones y otras formas de reestructuración corporativa 603

Objetivos 603
Fuentes de valor 604
Adquisiciones estratégicas que incluyen acciones ordinarias 608
Adquisiciones y el presupuesto de capital 615
Cerrar el trato 617

Tomas de control, ofertas de compra y defensas	620
Alianzas estratégicas	622
Desinversión	623
Reestructuración de propiedad	626
Compra apalancada	627
Puntos clave de aprendizaje	629
Apéndice: Remedios para una compañía con problemas financieros	630
Preguntas	635
Problemas para autoevaluación	636
Problemas	638
Soluciones a los problemas para autoevaluación	641
Referencias seleccionadas	643

24 Administración financiera internacional 647

Objetivos	647
Algunos antecedentes	648
Tipos de exposición al riesgo cambiario	652
Manejo del riesgo cambiario	656
Estructuración de las transacciones comerciales internacionales	668
Puntos clave de aprendizaje	671
Preguntas	672
Problemas para autoevaluación	673
Problemas	674
Soluciones a los problemas para autoevaluación	676
Referencias seleccionadas	677

Apéndice 679

Tabla I: Factor de interés del valor futuro	680
Tabla II: Factor de interés del valor presente	682
Tabla III: Factor de interés del valor futuro de una anualidad (ordinaria)	684
Tabla IV: Factor de interés del valor presente de una anualidad (ordinaria)	686
Tabla V: Área de la distribución normal que está a Z desviaciones estándar a la izquierda o a la derecha de la media	688

Glosario 689

Símbolos de uso común 705

Índice 707

Recursos de apoyo en inglés

Visite www.pearsoneducacion.net/vanhorne donde encontrará valiosos recursos.

Sitio Web en inglés para estudiantes

- Objetivos de aprendizaje para cada capítulo
- Preguntas de opción múltiple, de falso/verdadero y de tipo ensayo para someter a prueba su comprensión
- Presentaciones en PowerPoint para cada capítulo que le ayudarán a recordar los conceptos clave
- Un glosario en línea con definiciones de los términos clave, y tarjetas didácticas para probar sus conocimientos de los términos y las definiciones más relevantes de cada capítulo
- Plantillas de Excel para los problemas al final de los capítulos que le ayudarán a modelar las hojas de cálculo que le permitirán resolver problemas
- El vínculo al sitio ganador de premios de los autores con más preguntas de opción múltiple y del tipo falso/verdadero; también incluye ejercicios en línea y otros vínculos a material de apoyo adicional que se actualizan con regularidad
- Un nuevo recurso en esta edición es el conjunto de presentaciones en PowerPoint para capítulos clave, que integran y demuestran cómo se puede usar Excel para efectuar los cálculos.

Para profesores (en inglés)

- Manual del profesor extenso que incluye respuestas a las preguntas y soluciones a los problemas incluidos en el libro
- Diapositivas de PowerPoint y material en formato PDF de todas las figuras y tablas del libro
- Banco de exámenes con material adicional de preguntas.

Además, el sitio Web incluye las siguientes características:

- Herramienta de búsqueda para ayudar a localizar temas específicos del contenido
- Resultados por correo electrónico y herramientas para enviar resultados de exámenes a los profesores
- Ayuda en línea y apoyo para el uso del sitio y detección de fallas.

Si desea más información, póngase en contacto con el representante de Pearson en su localidad o visite www.pearsoneducacion.net/vanhorne

Agradecimientos

Deseamos expresar nuestra gratitud a los siguientes académicos, al igual que a muchos otros revisores anónimos, quienes nos dieron valiosa retroalimentación acerca de este libro durante el desarrollo de la decimotercera edición:

Dr. Brian Wright, de Exeter University

Dr. Axel F. A. Adam-Muller, de Lancaster University

Dr. Graham Sadler, de Aston University

Agradecemos a los siguientes organismos por los permisos para reproducir material con derechos de autor:

La figura 10.3 Calificación compuesta de D&B a partir de un libro de referencia y una clave de calificaciones, 2003. Reimpresión con permiso de Dun & Bradstreet, 2007; la tira de dibujos en la página 272 de “Lo que se necesita para que funcione el sistema ‘justo a tiempo’”, *Iron Age Magazine*, 7 de junio, 1982. Reimpresión con permiso, Iron Age.

Anheuser-Busch Companies, Inc., por el permiso para reproducir su logotipo y un extracto del 2006 Annual Report, p. 36. Derechos reservados © 2006 Anheuser-Busch Companies Inc. Usado con permiso. Todos los derechos reservados; BP p. l.c. por el permiso para reproducir un extracto del BP Annual Report 2006, p. 27. Derechos reservados © 2006 BP p. l.c. Usado con permiso. Todos los derechos reservados; Cameco Corporation, por el permiso para reproducir su logotipo y un extracto del Cameco Corporation Annual Report 2006 (www.cameco.com/investor_relations/annual/2006/html/mda/fuel_services.php). Derechos reservados © 2006 Cameco Corporation. Usado con permiso. Todos los derechos reservados; CCH Incorporated por el permiso para usar su logotipo y extractos adaptados de “Ask Alice about Ethics” y “Ask Alice about Accountants”, reproducido de www.toolkit.cch.com. Reproducido con permiso de CCH Business Owner’s Toolkit, publicado y registrado por CCH Incorporated; CFO Publishing Corporation por el permiso de reproducir el logotipo de *CFO Asia* y los extractos reproducidos de “Virtue Rewarded”, *CFO Asia*, O’Sullivan K. (noviembre de 2006), pp. 58-63 y “One Continent, One Payment System”, *CFO Asia* (abril de 2007), p. 41, www.cfo-asia.com. Derechos reservados © 2007 CFO Publishing Corporation. Usado con permiso. Todos los derechos reservados; CFO Publishing Corporation por el permiso para reproducir el logotipo de *CFO* y los extractos adaptados de “A Trade Secret Comes to Light, Again”, *CFO*, por Leone M., noviembre de 2005, pp. 97-99. “Four Eyes are Better”, *CFO*, por O’Sullivan K., junio de 2006, p. 21; “More Rules, Higher Profits”, *CFO*, Durfee D., agosto de 2006, p. 24 y “Buy it Back, And Then?” *CFO*, Durfee D., septiembre de 2006, p. 22, www.cfo.com. Derechos reservados © 2006 CFO Publishing Corporation. Usado con permiso. Todos los derechos reservados; The Coca-Cola Company por los extractos de su Annual Report, 2006 (Forma 10-k) pp. 59 y 65, y por el permiso para reproducir sus marcas registradas: Coca-Cola y la botella contorneada. Coca-Cola y la botella contorneada son marcas registradas de The Coca-Cola Company; Crain Communications Inc., por el permiso para reproducir el logotipo de *Financial Week* y adaptar los extractos de: “Shell Game Grows as an Exit Strategy”, *Financial Week*, por Byrt F., enero 15 de 2007, pp. 3 y 18; “New Leasing Rules Could Hammer Corporate Returns”, *Financial Week*, por Scott M., 2 de abril de 2007; “Spin-Off Frenzy Sets New Record”, *Financial Week*, por Byrt F., 9 de abril de 2007, pp. 3 y 21 y “A Bent for Cash. Literally”, *Financial Week*, por Johnston M., 23 de julio de 2007, p. 10, www.financialweek.com. Derechos reservados © 2007 por Crain Communications Inc. Usado con permiso. Todos los derechos reservados; Cygnus Business Media por el permiso para reproducir su logotipo de *Supply & Demand Chain Executive* y un extracto de “More than \$1 Trillion Seen Unnecessarily Tied Up in Working Capital”, *Supply & Demand Chain Executive*, junio/julio de 2006, p. 10, www.sdexec.com. Derechos reservados © 2006 Cygnus Business Media. Usado con

permiso. Todos los derechos reservados; Debra Yergen por el permiso para adaptar un extracto de “The Check’s in the Box”, *Canadian National Treasurer*, por Yergen D., diciembre 2005/enero 2006, pp. 14-15, www.tmac.ca. Derechos reservados © 2006 Debra Yergen. Usado con permiso. Todos los derechos reservados; Dell Inc. por los extractos de sus reportes trimestrales y anuales. Derechos reservados © 2004 Dell Inc. Todos los derechos reservados; The Economist Newspaper Limited por el permiso para reproducir su logotipo y extractos del capítulo 6, p. 127, “Speaking in tongues” adaptado de Speaking in Tongues, *The Economist*, pp. 77-78, www.economist.com © The Economist Newspaper Limited, Londres (19-25 de mayo de 2007), usado con permiso; capítulo 23, p. 603, cuadro de texto de *The Economist*, p. 90, www.economist.com © The Economist Newspaper Limited, Londres (13 de enero de 2007), usado con permiso; capítulo 24, p. 654, “Big Mac Purchasing–Power Parity”, basado en datos de la tabla de “Cash and carry – The hamburger standard” en www.economist.com/finance/displays-tory.cfm?story_id=9448015 en *The Economist* © The Economist Newspaper Limited, Londres (2007), usado con permiso; Financial Executives International Incorporated por el permiso para reproducir su logotipo y extractos de “Bridging the Finance–Marketing Divide”, *Financial Executive*, por See, E., julio/agosto de 2006, pp. 50-53; “Sarbanes–Oxley Helps Cost of Capital: Study”, *Financial Executive*, por Marshall J. y Heffes E. M., octubre de 2006, p. 8; “Soul–Searching over U.S. Competitiveness”, *Financial Executive*, por Cheny G. A., junio de 2007, pp. 18-21; “BPO: Developing Market, Evolving Strategies”, *Financial Executive*, junio 2007, pp. 38-44, www.financialexecutives.org. Derechos reservados © 2006/2007 Financial Executives International Incorporated. Usado con permiso. Todos los derechos reservados; FRBNY por los datos de “The Basics of Trade and Exchange”, www.newyorkfed.org/education/fx/foreign.html; Hermes Pensions Management Ltd por los extractos reproducidos de “The Hermes Principles: What Shareholders Expect of Public Companies – and What Companies Should Expect of their Investors”, p. 11, www.hermes.co.uk/pdf/corporate_governance/Hermes_Principles.pdf. Derechos reservados © Hermes Pensions Management Ltd; James Hartshorn por un extracto reproducido de “Sustainability: Why CFOs Need to Pay Attention”, *Canadian Treasurer*, por Hartshorn J., 22 junio/julio de 2006, p. 15. Usado con permiso. Todos los derechos reservados; The Motley Fool por el permiso para reproducir su logotipo y extractos de www.fool.com; Nasdaq Stock Market Inc. por el permiso para reproducir un extracto de “Market Mechanics: A Guide to US Stock Markets, release 1.2”, The NASDAQ Stock Market Educational Foundation Inc., por Angel J. J., 2002, p. 7. Derechos reservados © 2002 por Nasdaq Stock Market Inc. Usado con permiso. Todos los derechos reservados; Penton Media Inc. por el permiso para reproducir el logo de *Business Finance* y extractos de “Asset-based Lending Goes Mainstream”, *Business Finance*, por Kroll K. M., mayo de 2006, pp. 39-42, “M&A Synergies/Don’t Count On It”, *Business Finance*, por Cummings J., octubre de 2006, p. 14, “Payment Processing: The Sea Change Continues”, *Business Finance*, por Kroll K.M., diciembre 2006, “7 Steps to Optimize A/R Management”, *Business Finance*, by Salek J., abril 2007, p. 45, www.bfmag.com. Derechos reservados © 2006/2007 Penton Media, Inc. Usado con permiso. Todos los derechos reservados; Treasury Management Association of Canada por el permiso para reproducir el logotipo de TMAC, www.tmac.ca. Derechos reservados © 2008 TMAC. Reproducido con permiso. Todos los derechos reservados; Volkswagen AG por el permiso para reproducir su logotipo y un extracto de su Annual Report 2006, p. 77. Derechos reservados © 2006 por Volkswagen AG. Usado con permiso. Todos los derechos reservados.

Agradecemos a Financial Times Limited por el permiso para reimprimir el siguiente material:

Capítulo 20 “It’s a question of the right packaging” © *Financial Times*, 25 de julio de 2007; capítulo 20 “One share, one-vote hopes dashed” © *Financial Times*, 5 de junio de 2007; capítulo 22 “Warrants win over the bulls” © *Financial Times*, 13 de marzo de 2007; capítulo 23 “Chapter 11 is often lost in translation” © *Financial Times*, 25 de julio de 2007; capítulo 24 “Islamic bonds recruited out for purchase of 007’s favorite car” © *Financial Times*, 17/18 de marzo 2007; capítulo 24 “European bond market puts US in the shade” © *Financial Times*, 15 de enero de 2007.

Agradecemos a *The Financial Times Limited* por el permiso para usar material con derechos de autor:

Capítulo 18 “Debating Point: Are Share Buybacks a Good Thing?” de *The Financial Times Limited*, 28 de junio de 2006, © Richard Dobbs y Werner Rehm.

En algunos casos no nos fue posible localizar a los propietarios de material con derechos reservados y apreciaríamos cualquier información que nos ayude a hacerlo.

Prefacio

La administración financiera evoluciona rápidamente. Los avances no sólo se registran en la teoría de la administración financiera, sino también en su práctica en el mundo real. Un resultado de ello es que la administración financiera adopta un enfoque estratégico de mayor amplitud, conforme gerentes y directores luchan por crear valor dentro del ámbito corporativo. En el proceso de creación de valor, los administradores de finanzas complementan más y más las medidas de desempeño tradicionales con nuevos métodos que destacan el papel de la incertidumbre y de las diversas suposiciones. Los aspectos de gobernanza corporativa, los dilemas éticos, las reclamaciones en conflicto de los accionistas, un entorno corporativo dinámico, la globalización de las finanzas, el comercio electrónico, las alianzas estratégicas, el aumento de la subcontratación y un cúmulo de otros aspectos y consideraciones caracterizan el panorama actual de la toma de decisiones financieras. Sin duda, es una época de retos y oportunidades.

El objetivo de la decimotercera edición de *Fundamentos de administración financiera* es permitir al lector adentrarse en el proceso de toma de decisiones de finanzas e interpretar el efecto que esas decisiones tendrán sobre la creación de valor. El libro introduce al lector a las tres áreas de toma de decisiones más importantes en administración financiera: decisiones de inversión, financiamiento y administración de bienes.

Intentamos explorar las finanzas, incluyendo sus fronteras, de una manera amigable y sencilla de comprender. Aunque este libro está diseñado para un curso introductorio de administración financiera, resultará útil también como una herramienta de referencia. Por ejemplo, los participantes en programas de desarrollo gerencial, los candidatos que se preparan para diferentes certificaciones profesionales (como *contador administrativo certificado*, por ejemplo) y los profesionales en la práctica de finanzas y contabilidad encontrarán útil este texto.

Hay muchos cambios importantes en esta nueva edición. En vez de mencionarlos todos, explicaremos algunos temas esenciales que dirigieron nuestras revisiones y, en el proceso, destacaremos algunos de esos cambios. Se actualizó el material referente a las instituciones y que es necesario para comprender el entorno en que se toman las decisiones de finanzas. El libro continúa fortaleciéndose en su alcance internacional. Se agregaron nuevas secciones, ejemplos y recuadros especiales que se centran en las dimensiones internacionales de la administración financiera. También se dedicó atención a modernizar la cobertura y a expresar con mayor claridad las ideas fundamentales en todos los capítulos.

El capítulo 1, El papel de la administración financiera, se benefició con un análisis expandido de la responsabilidad social corporativa para incluir el concepto de sustentabilidad. Un análisis de cómo funciona la “depreciación extraordinaria” según la Ley de estímulo económico de 2008 se incorporó en el capítulo 2: Entornos de negocios, fiscales y financieros. (*Nota:* Aunque la depreciación extraordinaria es una situación “temporal” en EUA, se ha convertido en un fenómeno recurrente). El capítulo 6, Análisis de estados financieros, se ha beneficiado con la adición de un análisis de los intentos por lograr la “convergencia” de los estándares contables alrededor del mundo. La *conversión de cuentas por cobrar (CCC)*, la *Ley para la liberación de cheques en el siglo XXI (Check 21)*, la *captura de depósito remoto* y la *subcontratación del proceso de negocios (SPN)* se presentan en el capítulo 9, Administración de efectivo y valores comerciales.

El capítulo 13, Técnicas para elaborar el presupuesto de capital, incluye una sección dedicada al *análisis de sensibilidad* para examinar la posible incertidumbre en torno al desembolso inicial relacionado con un proyecto, mientras que el capítulo 19, El mercado de capital, introduce una variedad de términos y conceptos nuevos que surgieron en la reciente reforma de oferta de valores de la SEC.

En el capítulo 20, Deuda a largo plazo, acciones preferenciales y acciones ordinarias, se presenta un estudio amplio del “poder, el poder electrónico y la disputa sustitutiva”, seguido de material nuevo dedicado a la votación por mayoría, la votación por mayoría relativa y los procedimientos “modificados” de votación por mayoría y votación acumulativa. En el capítulo 21, Préstamos a plazo y arrendamientos, se advierte al lector sobre cambios inminentes y tal vez drásticos en la contabilidad de arrendamientos. Las revisiones a los cambios recientes en el manejo contable de las fusiones y adquisiciones se estudian en el capítulo 23, Fusiones y otras formas de reestructuración corporativa. El último capítulo del libro, el cual se dedica a la administración financiera internacional, se actualizó y se le agregaron muchos conceptos nuevos, incluyendo un análisis de los bonos islámicos (*Sukuk*).

Por último, continuamos nuestros esfuerzos por hacer el libro “más amigable”. Muchos recuadros intentan captar el interés del lector e ilustrar los conceptos fundamentales. Gran parte del contenido de esos recuadros surgieron de contribuciones nuevas al libro: las revistas *Canadian Treasurer*, *Financial Executive* y *Supply & Demand Chain Executive*; el periódico *Financial Week*; y BP p.l.c., Cameco Corporation y Hermes Pensions Management Limited.

Tome nota

El orden de los capítulos refleja una secuencia común para impartir el curso, pero los profesores pueden usar otro orden sin ocasionar dificultades a los estudiantes. Por ejemplo, algunos profesores preferirán cubrir la parte 3, referente a las herramientas de análisis y planeación financiera, antes de la parte 2, dedicada a la valuación. Las referencias seleccionadas al final de los capítulos dirigen al lector hacia la bibliografía relevante utilizada en la preparación del material. Los apéndices al final de algunos capítulos invitan al lector a profundizar en ciertos temas, pero la continuidad del libro se mantiene si ese material no se cubre.

Varios tipos de material en inglés complementan el libro. Para el maestro, un completo *Manual del profesor* incluye sugerencias para organizar el curso, respuestas a las preguntas de los capítulos y soluciones a los problemas. Otro material de gran ayuda es el banco de exámenes, basado en preguntas y problemas, y elaborado por el profesor Gregory A. Kuhlemeyer, de Carroll College. Este complemento en inglés está disponible como banco de exámenes computarizado personalizado (para Windows) a través de los representantes de ventas de Pearson. Además, el profesor Kuhlemeyer realizó un gran trabajo al preparar una amplia colección de más de 1,000 diapositivas de Microsoft PowerPoint como descripciones (con ejemplos) que siguen el curso del libro. Las gráficas de las presentaciones de PowerPoint se pueden descargar del sitio www.pearsoneducacion.net/vanhorne. El software de aplicación diseñado por el profesor Al Fagan, de la Universidad de Richmond, que se puede usar con los problemas de final de capítulo identificados con el icono de la PC (mostrado al margen), está disponible en formato de Microsoft Excel en el mismo sitio. El sitio Web también incluye una Guía de estudios en línea desarrollada por el profesor Kuhlemeyer. Cada capítulo de la guía está diseñado para ayudar a los estudiantes a familiarizarse con el material del capítulo, e incluye el conjunto de objetivos del capítulo y preguntas de opción múltiple, de falso o verdadero y de respuestas breves, diapositivas de PowerPoint, así como plantillas de Excel.



Para el estudiante, los “problemas para autoevaluación” (esto es, problemas para los que se dan las soluciones detalladas unas páginas adelante) aparecen al final de cada capítulo del libro. Son problemas adicionales que permiten al estudiante autoevaluar su comprensión del material obteniendo retroalimentación inmediata sobre la asimilación del material del capítulo. De manera alternativa, los problemas de autoevaluación junto con las soluciones detalladas correspondientes se pueden usar también como otros ejemplos de resolución de problemas.

Aprender finanzas es como aprender un idioma extranjero. Parte de la dificultad reside en aprender el vocabulario. Por eso presentamos un extenso glosario de más de 400 términos de negocios en dos formatos: un *glosario sobre la marcha* (que aparece al margen del texto) y un *glosario completo* al final del libro. Además, el sitio Web de Pearson www.pearsoneducacion.net/vanhorne incluye una versión en línea de nuestro glosario y tarjetas interactivas para someter a prueba su conocimiento de las definiciones y los términos clave en cada capítulo.

Tome nota

Con toda intención hemos limitado en el cuerpo del libro el uso de direcciones de Internet (las direcciones que se escriben en el cuadro de texto del explorador de Internet y que suelen comenzar con “http://www”). Los sitios Web suelen ser transitorios; cualquier sitio que mencionemos aquí puede modificarse en poco tiempo, cambiar su dirección o incluso llegar a desaparecer. Por consiguiente, usamos nuestro sitio Web para colocar vínculos que pueden interesarle, los cuales se actualizan de manera constante y cuyo funcionamiento se verifica. Recomendamos que consulte el sitio Web conforme lea cada capítulo. Aunque el sitio Web del libro se creó pensando en los estudiantes, nos complace informar que también resulta útil para los profesionales de negocios. De hecho, hemos recibido comentarios favorables en varias publicaciones de negocios, que incluyen el periódico *Financial Times* y las revistas *The Journal of Accountancy*, *Corporate Finance*, *CFO Asia* y *Strategic Finance*.

Como ayuda para aprovechar el potencial de Internet como herramienta de aprendizaje de administración financiera, invitamos a los estudiantes (y profesores) a visitar el premiado sitio Web del libro **Wachowicz’s Web World**, www.utk.edu/~jwachowi/wacho_world.html. [Nota: El sitio de Pearson (www.pearsoneducacion.net/vanhorne) también tiene un vínculo a **Wachowicz’s Web World**]. Este sitio incluye vínculos a cientos de páginas de administración financiera agrupados de manera que correspondan a los títulos principales del libro (por ejemplo, valuación, herramientas de análisis financiero y planeación, etcétera). También incluye muchos exámenes interactivos de selección múltiple y del tipo falso/verdadero (además de los que se encuentran en el sitio Web de Pearson), así como ejercicios interactivos. Además, es posible descargar las diapositivas de PowerPoint y las plantillas de Excel.

Los autores agradecen los comentarios, las sugerencias y la ayuda de numerosos profesionales al elaborar esta edición. En particular, queremos dar las gracias a Jennifer Banner, de Schaad Companies; Rebecca Flick, de The Home Depot; Alice Magos, de CCH, Inc.; y Selena Maranjian, de The Motley Fool. También agradecemos a Ellen Morgan, Pauline Gillett, Michelle Morgan, Angela Hawksbee y Flick Williams en Pearson y a Helene Bellofatto, Mary Dalton, Jane Ashley y Sasmita Sinha, por su valiosa ayuda en la producción de esta edición. Por último, agradecemos a Jean Bellmans, de la Universidad Libre de Bruselas, por su apoyo en la elaboración de la cubierta de este libro.

Esperamos que *Fundamentos de administración financiera*, decimotercera edición, contribuya a su comprensión del mundo de las finanzas y comunique un sentido de entusiasmo en el proceso. El lector es el juez final. Le agradecemos haber elegido nuestro libro y le reiteramos que todos los comentarios y sugerencias serán bien recibidos (nuestro correo electrónico es: jwachowi@utk.edu).

JAMES C. VAN HORNE *Palo Alto, California*
JOHN M. WACHOWICZ, JR. *Knoxville, Tennessee*

El papel de la administración financiera

Contenido

- **Introducción**
- **¿Qué es administración financiera?**
Decisión de inversión • Decisión financiera • Decisión de administración de bienes
- **La meta de la compañía**
Creación del valor • Problemas de agencia • Responsabilidad social corporativa (RSC)
- **Gobernanza corporativa**
Papel del consejo directivo • Ley de Sarbanes-Oxley de 2002
- **Función de administración financiera de la organización**
- **Organización del libro**
Fundamentos • Administrar y adquirir bienes • Financiamiento de bienes • Un paquete combinado
- **Puntos clave de aprendizaje**
- **Preguntas**
- **Referencias seleccionadas**

Objetivos

Después de estudiar el capítulo 1, usted será capaz de:

- Explicar por qué el papel de la administración financiera es tan importante en la actualidad.
- Describir la “administración financiera” en términos de las tres principales áreas de decisión que confronta el gerente de finanzas.
- Identificar la meta de la empresa y comprender por qué se prefiere maximizar la riqueza de los accionistas sobre otras metas.
- Comprender los problemas potenciales que surgen cuando la administración de la corporación y la propiedad están separadas (esto es, problemas de agencia).
- Demostrar una comprensión de la gobernanza corporativa.
- Analizar los aspectos que sustentan la responsabilidad social de la compañía.
- Comprender las responsabilidades básicas de los gerentes financieros y las diferencias entre un “tesorero” y un “contralor”.

Aumentar la riqueza de los accionistas es la razón básica de cada movimiento que hacemos.

—ROBERTO GOIZUETA
Ex director ejecutivo de Coca-Cola Company

Introducción

El director financiero (CFO, por las siglas de *chief financial officer*) desempeña un papel dinámico en el desarrollo de una compañía moderna. Pero no siempre ha sido así. Hasta bien entrada la primera mitad del siglo XX, los directores financieros se dedicaban primordialmente a reunir fondos y administrar el movimiento de efectivo de la empresa, y eso era todo. En la década de 1950, la creciente aceptación de los conceptos de valor presente animaron a los directores financieros a ampliar sus responsabilidades y a tomar un papel más activo en la selección de los proyectos de inversión de capital.

En la actualidad, los factores externos tienen un efecto creciente sobre el gerente de finanzas. Una mayor competencia corporativa, el cambio tecnológico, la volatilidad en la inflación y las tasas de interés, la incertidumbre económica mundial, las tasas de cambio fluctuantes, los cambios en las leyes fiscales, los aspectos ambientales y las preocupaciones éticas en algunos tratos financieros son asuntos cotidianos. Como resultado, ahora las finanzas deben desempeñar un papel estratégico más importante dentro de la corporación. El director financiero emerge como un miembro del equipo en el esfuerzo global de una compañía por crear valor. Las “antiguas formas de hacer las cosas” simplemente ya no son suficientes en un mundo en el que se han vuelto rápidamente obsoletas. Hoy, el director financiero debe tener flexibilidad para adaptarse al cambiante entorno externo si su empresa ha de sobrevivir.

El director financiero exitoso del mañana tendrá que complementar las medidas de desempeño tradicionales con nuevos métodos que den una mayor importancia a la incertidumbre y la multiplicidad de suposiciones. Estos nuevos métodos buscarán valorar la flexibilidad inherente en las iniciativas, de manera que, al dar un paso, se nos presente la opción de detenernos o continuar por uno o más caminos. En resumen, una decisión correcta puede incluir hacer algo en el presente que en sí tiene un valor pequeño, pero que ofrece la opción de lograr algo con un valor mucho mayor en el futuro.

Si usted se convierte en director financiero, su habilidad para adaptarse al cambio, reunir fondos, invertir en bienes y administrar con sabiduría afectará el éxito de su compañía y, en última instancia, el de la economía global. El crecimiento de la economía se volverá más lento en la medida en que los fondos se asignen inadecuadamente. Cuando las necesidades económicas no se satisfacen, una inadecuada asignación de fondos puede redundar en detrimento de la sociedad. En una economía, la asignación eficiente de recursos es vital para el crecimiento óptimo de esa economía; también es vital para asegurar que los individuos obtengan la plena satisfacción de sus necesidades personales. Así, mediante la eficiencia en la adquisición, el financiamiento y el manejo de los bienes, el director financiero hace su contribución a la empresa y a la vitalidad y el crecimiento de la economía como un todo.

¿Qué es administración financiera?

Administración financiera

Se ocupa de la adquisición, el financiamiento y la administración de bienes con alguna meta global en mente.

La **administración financiera** se ocupa de la adquisición, el financiamiento y la administración de bienes con alguna meta global en mente. Así, la función de decisión de la administración financiera puede desglosarse en tres áreas importantes: decisiones de inversión, financiamiento y administración de bienes.

● ● ● Decisión de inversión

La decisión de inversión es la más importante de las tres decisiones primordiales de la compañía en cuanto a la creación de valor. Comienza con una determinación de la cantidad total de bienes necesarios para la compañía. Imagine por un momento el balance general de la compañía. Piense en la deuda y el capital de los dueños que se lista en el lado derecho del balance general. El director financiero necesita determinar la cantidad de dinero que aparece arriba de las líneas dobles en el lado izquierdo; esto es, el tamaño de la empresa. Aun cuando este número se conoce, todavía debe decidirse la composición de los bienes. Por ejemplo, ¿qué porción de los bienes totales de la empresa debe destinarse a capital en efectivo o a inventario? Además, el lado opuesto de la inversión —la desin-

versión— no debe ignorarse. Es posible que los bienes que no se pueden justificar económicamente tengan que reducirse, eliminarse o reemplazarse.

● ● ● Decisión financiera

La segunda decisión importante de la compañía es la decisión financiera. Aquí el director financiero se ocupa de los componentes del lado derecho del balance. Si usted observa la combinación de financiamientos para empresas en todas las industrias, verá marcadas diferencias. Algunas compañías tienen deudas relativamente grandes, mientras que otras casi están libres de endeudamiento. ¿El tipo de financiamiento empleado marca la diferencia? Si es así, ¿por qué? Y, en cierto sentido, ¿se puede considerar una mezcla de financiamientos como la mejor?

Por otro lado, la política de dividendos debe verse como parte integral de la decisión financiera de la compañía. La **razón de pago de dividendos** determina la cantidad de utilidades que puede retener la compañía. Retener una mayor cantidad de las utilidades actuales en la empresa significa que habrá menos dinero disponible para los pagos de dividendos actuales. Por lo tanto, el valor de los dividendos pagados a los accionistas debe estar equilibrado con el costo de oportunidad de las utilidades retenidas como medio de financiamiento de capital.

Una vez que se decide la mezcla de financiamiento, el director financiero aún debe determinar la mejor manera de reunir los fondos necesarios. Debe entender la mecánica para obtener un préstamo a corto plazo, hacer un acuerdo de arrendamiento a largo plazo o negociar una venta de bonos o acciones.

● ● ● Decisión de administración de bienes

La tercera decisión importante de la compañía es la decisión de administración de bienes. Una vez que se adquieren los bienes y se obtiene el financiamiento adecuado, hay que administrar esos bienes de manera eficiente. El director financiero tiene a su cargo responsabilidades operativas de diferentes grados en relación con los bienes existentes. Estas responsabilidades requieren que se ocupe más de los activos corrientes que de los activos fijos. Una gran parte de la responsabilidad de la administración de activos fijos recae en los gerentes operativos que emplean esos bienes.

Razón de pago de dividendos

Dividendos anuales en efectivo divididos entre las utilidades anuales; dicho de otra manera, dividendos por acción divididos entre utilidades por acción. La razón indica el porcentaje de las utilidades de una compañía que se paga a los accionistas en efectivo.

La meta de la compañía

La administración financiera eficiente requiere la existencia de algún objetivo o meta, porque los juicios sobre la eficiencia de una decisión financiera deben hacerse a la luz de algún parámetro. Aunque es posible tener varios objetivos, en este libro suponemos que la empresa debe maximizar la riqueza de los dueños actuales.

Las acciones comunes dan evidencia de los propietarios de una corporación. La riqueza de los accionistas se representa mediante el precio unitario de mercado de las acciones comunes de la empresa que, a la vez, es un reflejo de las decisiones de inversión, financiamiento y administración de los bienes de la compañía. La idea es que el éxito de una decisión de negocios debe juzgarse por el efecto que tiene en última instancia en el precio de las acciones.

● ● ● Creación del valor

Con frecuencia, la **maximización de la ganancia** se presenta como el objetivo adecuado de la empresa. Sin embargo, de acuerdo con esta meta, un administrador puede mostrar incrementos continuos en la ganancia simplemente emitiendo acciones y usando los fondos para invertir en bonos del Tesoro. Para muchas empresas, el resultado sería una disminución en el reparto de utilidades de cada propietario; es decir, las **utilidades por acción** disminuirían. Por consiguiente, maximizar las utilidades por acción con frecuencia se considera una versión mejorada de la maximización de la ganancia. No obstante, maximizar las utilidades por acción no es una meta totalmente adecuada porque no especifica el momento o la duración del rendimiento esperado. ¿El proyecto de inversión

Maximización de la ganancia

Maximizar las utilidades después de impuestos (UDI) de la compañía.

Utilidades por acción (UPA)

Utilidades después de impuestos (UDI) divididas entre el número de acciones comunes en circulación.

Lo que dicen las compañías acerca de su meta corporativa

“Crear un valor superior para los accionistas es nuestra más alta prioridad”.

Fuente: Associated Banc-Corp, Informe anual 2006.

“La alta administración y el consejo de directores reconocen que su responsabilidad es representar los intereses de todos los accionistas y maximizar el valor para éstos”.

Fuente: CLP Holdings Limited, empresa matriz de China Light & Power Group, Informe anual 2006.

“La responsabilidad principal de FedEx es crear valor para los accionistas”.

Fuente: FedEx Corporation, SEC Form Def 14A para el periodo que termina el 25/9/2006.

“...[el consejo de directores] está unido en nuestra meta para asegurar que McDonald’s luche por mejorar el valor para los accionistas”.

Fuente: McDonald’s Corporation, Informe anual 2006.

“El deseo de incrementar el valor para los accionistas es lo que impulsa nuestras acciones”.

Fuente: Philips, Informe anual 2006.

“...El consejo directivo desempeña un papel central en el sistema de autoridad corporativa de la compañía; tiene el poder (y el deber) de dirigir los negocios de la compañía, persiguiendo y cumpliendo su objetivo principal de crear valor para los accionistas”.

Fuente: Pirelli & C. SpA. Milan, Informe anual 2006.

que producirá un rendimiento de \$100,000* dentro de cinco años es más valioso que el proyecto que dará rendimientos anuales de \$15,000 cada uno de los siguientes cinco años? Una respuesta a esta pregunta depende del valor del dinero en el tiempo para la empresa, y para los accionistas al margen. Pocos accionistas pensarán en favor de un proyecto que promete su primer rendimiento en 100 años, sin importar qué tan cuantioso sea. Por eso, nuestro análisis debe tomar en cuenta el patrón de tiempo de los rendimientos.

Otra limitación del objetivo de maximizar las utilidades por acción —limitación que comparten otras medidas de rendimiento tradicionales, como el rendimiento sobre la inversión— es el riesgo no considerado. Algunos proyectos de inversión son mucho más riesgosos que otros. Como resultado, el flujo de utilidades por acción esperado sería más riesgoso si se emprenden tales proyectos. Además, una compañía será más o menos riesgosa dependiendo de la deuda en relación con el patrimonio en su estructura de capital. Este riesgo financiero también contribuye al riesgo global del inversionista. Dos compañías pueden tener el mismo ingreso esperado por acción, pero si el flujo de utilidades de una está sujeto a un riesgo considerablemente mayor que el de la otra, el precio de mercado de sus acciones puede ser menor.

Por último, este objetivo no toma en cuenta el efecto de la política de dividendos en el precio de mercado de la acción. Si el único objetivo fuera maximizar las utilidades por acción, la empresa nunca pagaría dividendos. Siempre puede mejorar las utilidades por acción reteniendo las utilidades e invirtiéndolas a cualquier tasa de rendimiento positiva, aunque sea pequeña. En la medida en que el pago de dividendos puede afectar el valor de la acción, la maximización de las ganancias por acción no será un objetivo satisfactorio por sí mismo.

Por estas razones, un objetivo de maximizar las utilidades por acción tal vez no sea lo mismo que maximizar el precio de mercado por acción. El precio de mercado de la acción de una compañía representa el juicio focal de todas las participaciones de mercado como el valor de la empresa en particular. Toma en cuenta las utilidades por acción actuales y esperadas en el futuro; el tiempo, la duración y el riesgo de estas utilidades; la política de dividendos de la compañía, además de otros factores que influyen en el precio de mercado de las acciones. El precio de mercado sirve como barómetro para el desempeño del negocio; indica qué tan bien se desempeña la administración a nombre de sus accionistas.

La administración está en evaluación continua. Los accionistas que no están satisfechos con su desempeño pueden vender sus acciones e invertir en otra compañía. Si otros accionistas insatisfechos imitan este proceder, empujarán hacia abajo el precio de mercado por acción. Así, la administración debe concentrarse en crear valor para los accionistas. Esto requiere juzgar estrategias alternativas de inversión, financiamiento y de administración de bienes en términos de su efecto sobre el valor para los accionistas (precio de la acción). Además, debe buscar estrategias de mercado-producto, como

*En esta obra el signo \$ representa dólares estadounidenses, a menos que se especifique otra unidad monetaria.

aumentar la participación de mercado o aumentar la satisfacción del cliente, sólo si también incrementan el valor para el accionista.

● ● ● Problemas de agencia

Desde hace mucho se ha reconocido que el resultado de la separación de propiedad y control en la corporación moderna es el conflicto potencial entre los dueños y los administradores. En particular, los objetivos de la administración pueden diferir de los objetivos de los accionistas. En una corporación grande, la propiedad de las acciones puede estar tan esparcida que quizá los accionistas no conozcan siquiera sus objetivos, mucho menos podrán controlar o influir en la administración. De este modo, la separación entre propietarios y administradores crea una situación en la que la administración tal vez actúe guiada por sus propios intereses y no por los de los accionistas.

Podemos pensar en los administradores como si fueran los **agentes** de los propietarios. Los accionistas esperan que los agentes actúen con sus intereses en mente y, así, delegan en ellos la autoridad de la toma de decisiones. Jensen y Meckling fueron los primeros en desarrollar una teoría completa de la empresa bajo acuerdos de **agencia**.¹ Demostraron que los principales, en nuestro caso los accionistas, pueden asegurarse de que los agentes (administradores) tomarán las decisiones óptimas sólo si reciben los incentivos adecuados y sólo si se les supervisa. Los incentivos incluyen opciones de compra de acciones, bonos y gratificaciones (“privilegios” como automóviles de la compañía y gastos de representación), y deben estar en función directa de la importancia que tienen esas decisiones administrativas para los intereses de los accionistas. La supervisión se hace controlando al agente, con la revisión sistemática de las gratificaciones, auditando los estados financieros y limitando las decisiones de la administración. Estas actividades de supervisión necesariamente tienen un costo, como resultado inevitable de la separación de propiedad y administración en una corporación. Cuanto menor sea el porcentaje de propietarios entre los administradores, menor será la probabilidad de que se comporten de manera congruente con la maximización de la riqueza de los accionistas y mayor será la necesidad de estos últimos de monitorear sus actividades.

Algunos sugieren que la supervisión principal de los administradores no viene de los propietarios, sino del mercado de trabajo administrativo. Argumentan que los mercados de capital eficientes ofrecen indicios del valor de las acciones de una compañía y, con esto, acerca del desempeño de su administración. Los administradores con historial de buen desempeño deben encontrar otros empleos (si lo necesitan) con mayor facilidad que los que suelen tener bajo desempeño. De esta forma, si el mercado de trabajo administrativo es competitivo tanto dentro como fuera de la empresa, tenderá a disciplinar a los administradores. En esa situación, cobran importancia los indicios que dan los cambios en el valor de mercado total de las acciones de una empresa.

● ● ● Responsabilidad social corporativa (RSC)

Maximizar la riqueza de los accionistas no significa que la administración deba ignorar la **responsabilidad social corporativa (RSC)**, como la protección del consumidor, el pago de salarios justos a los empleados, mantener prácticas de contratación justas y condiciones de trabajo seguras, apoyar la educación y participar en aspectos ambientales tales como procurar que el aire y el agua estén limpios. Es adecuado que un administrador considere los intereses de los **grupos de interés** que no sean accionistas. Estos grupos de interés incluyen acreedores, empleados, clientes, proveedores y las comunidades en las que opera la compañía, entre otros. Sólo mediante la atención a las preocupaciones legítimas de los distintos grupos de interés puede una empresa lograr su meta última de maximizar la riqueza de los accionistas.

Durante las últimas décadas, la **sustentabilidad** se ha convertido en tema de atención creciente en el marco de los esfuerzos de responsabilidad social corporativa. En cierto sentido, las corporaciones siempre se han preocupado por su capacidad de ser productivas o sustentables a largo plazo. Sin embargo, el concepto de sustentabilidad ha evolucionado a un grado tal que ahora muchas compañías

Agente(s)

Individuo(s) autorizado(s) por otra persona, llamada principal, para actuar en nombre de esta última.

Agencia (teoría)

Rama de la economía relacionada con el comportamiento de los principales (como los dueños) y sus agentes (como los administradores).

Responsabilidad social corporativa (RSC)

Panorama de un negocio que reconoce las responsabilidades de la compañía frente a sus accionistas y al entorno natural.

Grupos de interés

Todos los implicados que tienen intereses en la fortuna de la compañía. Incluyen accionistas, acreedores, clientes, empleados, proveedores y las comunidades locales e internacionales en las que opera la empresa.

Sustentabilidad

Satisfacer las necesidades del presente sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras de cumplir con sus propias necesidades.

¹Michael C. Jensen y William H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics* 3 (octubre, 1976), 305-360.

Virtud recompensada

CFO Asia

De pronto las compañías descubren las utilidades potenciales de la responsabilidad social.

Cuando Al Gore, ex vicepresidente de Estados Unidos, apareció en las oficinas generales de Wal-Mart, nos preguntamos qué pasaba. Resulta que Gore fue invitado a visitarlos en julio para presentar un esbozo general de su documental sobre el calentamiento global, *Una verdad incómoda*. Una pareja extraña: ¿Gore y una compañía conocida por sus enormes estacionamientos? Sin duda, pero también uno de los indicios recientes de que la “responsabilidad social corporativa”, antes considerada parte del ámbito de los *hippies*, ahora es del dominio general.

En las décadas de 1970 y 1980, las compañías como Ben & Jerry's y The Body Shop impulsaron las prácticas de trabajo justo y la conciencia del medio ambiente con tanta efectividad como sus productos Cherry García y la crema de manteca de cacao. Recibieron admiración, pero pocos las imitaron.

Hoy, más de 1,000 compañías en 60 países han publicado informes de sustentabilidad que proclaman su preocupación por el medio ambiente, sus empleados y sus comunidades locales. Grandes compañías, desde BP hasta General Electric, han lanzado campañas de comercialización que resaltan su enfoque en la energía alternativa. Wal-Mart también ha anunciado nuevas metas ambientales: de ahí la visita de Gore. El minorista se compromete a aumentar la eficiencia de su flota de vehículos en un 25% en los próximos tres años, disminuir por lo menos en un 25% el consumo de energía en sus tiendas y reducir los desechos sólidos de las tiendas en EU en el mismo porcentaje.

Cambio de expectativas

El repentino brote de idealismo puede tener sus orígenes en varias fuentes. La primera, la ola de escándalos corporativos. “Enron fue algo así como el punto de partida para muchos directores ejecutivos y consejos de administración. Se dieron cuenta de que seguirían siendo el centro de atención de muchos activistas, consumidores y accionistas durante

mucho tiempo”, dice Andrew Savitz, autor de *The Triple Bottom Line* y antes socio de la práctica de sustentabilidad de PricewaterhouseCoopers. “Las personas están ahora muy interesadas en todo tipo de comportamientos de las corporaciones”.

Segundo, gracias a Internet, todos tienen acceso rápido a la información sobre ese comportamiento. La noticia de un derrame de petróleo o de una demanda por discriminación puede difundirse en todo el mundo casi de manera instantánea. “En el pasado, si un proveedor empleaba niños en sus fábricas o tiraba desechos en un río cercano, eso podía esconderse bastante bien”, dice Andrew Winston, director del proyecto Estrategia ambiental corporativa, de la Universidad de Yale, y coautor de *Green to Gold*. “Ahora, alguien camina por enfrente con una cámara y lo pone en su *blog* de inmediato”.

La preocupación real acerca de las restricciones de recursos, estimulada por los crecientes costos de tales bienes cruciales como acero y petróleo, son un tercer factor que incita a los ejecutivos a la acción. El director de Wal-Mart, Lee Scott, dijo que descubrió que al empaçar sólo uno de los productos de la compañía en cajas más pequeñas habrían podido disminuir de manera drástica los costos de distribución, reduciendo al mismo tiempo el uso de energía. Hechos de este tipo han llevado a reexaminar la eficiencia del empaque y la flota de vehículos de la compañía.

Los críticos de la responsabilidad social corporativa, o RSC, han asegurado durante mucho tiempo que el gran negocio es estrictamente aumentar las utilidades, punto de vista establecido por el economista Milton Friedman. De hecho, en un estudio reciente de altos ejecutivos acerca del papel de los negocios en la sociedad, muchos entrevistados “todavía estaban más cerca de Milton Friedman que de Ben & Jerry”, dice Bradley Groogins, director ejecutivo del Centro Universitario de Boston para la Ciudadanía Corporativa, que realizó el estudio. “Pero ven la escuela de Milton Friedman cada vez menos viable en esta época”, en virtud del cambio en las expectativas con respecto a los negocios que tienen casi todos los grupos de interés. En un estudio realizado por el centro en 2005, más del 80% de los ejecutivos dijeron que los aspectos sociales y ambientales eran cada vez más importantes para sus negocios.

“Este debate se acabó”, dice Winston. “La discusión ahora se centra en cómo incorporar estos intangibles en los negocios”.

Fuente: Adaptado de Kate O'Sullivan, “Virtue Rewarded”, *CFO Asia* (noviembre, 2006), pp. 58-63. (www.cfoasia.com) Derechos reservados, 2007, por CFO Publishing Corporation. Usado con permiso. Todos los derechos reservados.

consideran que significa cumplir las necesidades del presente sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras para satisfacer sus propias necesidades. Cada vez más compañías se vuelven proactivas y dan pasos para atender aspectos como el cambio climático, el agotamiento del petróleo y el consumo de energía.

Muchas personas piensan que una empresa no tiene otra opción que actuar de manera socialmente responsable. Afirman que la riqueza de los accionistas y quizá la misma existencia de la compañía

Sustentabilidad: Por qué los directores financieros deben poner atención



Ya no se trata sólo hacer lo correcto; la sustentabilidad puede afectar la reputación de una compañía, la marca y la rentabilidad a largo plazo.

El creciente interés en el desarrollo sustentable está impulsado por el reconocimiento de que las corporaciones, más que otras organizaciones (incluyendo los gobiernos), tienen el poder, la influencia en los recursos financieros, humanos y naturales, los medios y discutiblemente la responsabilidad de promover una agenda corporativa que tome en cuenta no sólo la economía del crecimiento, sino también la salud ambiental y social en general.

Gran parte de los primeros esfuerzos de sustentabilidad quedaron a la sombra de la responsabilidad social de las corporaciones, las cuales sentían que era lo correcto. El concepto ha cambiado desde entonces y su evolución tiene implicaciones serias en la forma en que los profesionales financieros hacen su trabajo. La sustentabilidad ha surgido como una estrategia de negocios para mantener el desempeño y el crecimiento a largo plazo, y satisfacer las obligaciones de la corporación con todos los grupos de interés incluyendo a los accionistas.

Como debe ser, las corporaciones lucrativas dan prioridad a sus responsabilidades fiduciarias y toman en cuenta más que nada los efectos de sus decisiones sobre los accionistas directos. Los intereses y valores de otros grupos de interés y la sociedad afectada por sus acciones con frecuencia tienen una prioridad más baja.

Según los principios de sustentabilidad, un impacto negativo sobre los valores de los grupos de interés se convierte en un costo para una corporación. El costo suele definirse como el gasto de recursos que se pueden usar para lograr algo más de igual o mayor valor. Fue costumbre que estos costos quedaran como externos a la organización y nunca aparecieran en un estado financiero. Pueden incluir la descarga de contaminantes al ambiente y otros abusos contra el bien público.

Ahora estos costos han comenzado a aparecer en los estados financieros de la corporación a través de una cuenta

que ha dado en llamarse “de triple línea”. Este enfoque contable promueve incorporar al estado de resultados no sólo los costos financieros tangibles, sino también los costos sociales y ambientales menos tangibles de hacer negocios. Las organizaciones han practicado esta contabilidad verde desde mediados de la década de 1980, pues reconocen que los indicadores financieros, por sí solos, ya no identifican y comunican de manera adecuada las oportunidades y los riesgos que confrontan. Estas organizaciones entienden que las fallas en áreas no financieras pueden tener un efecto sustancial en valor para el accionista. La controversia no financiera ha acosado a compañías como Royal Dutch/Shell (con el hundimiento del Brent Spar y las operaciones en el delta del río Níger), Talisman Energy Inc. (con sus inversiones en Sudán) y Wal-Mart Stores Inc. (en sus prácticas de trabajo).

Para las corporaciones, la sustentabilidad representa “el palo y la zanahoria”. El “palo” de la sustentabilidad toma la forma de la amenaza de no lograr financiamientos. Los inversionistas, en particular las instituciones, ahora hacen preguntas incisivas sobre la viabilidad a largo plazo de los elementos en sus portafolios. Si una compañía no puede demostrar que ha dado los pasos adecuados para protegerse contra riesgos no financieros a largo plazo, incluyendo riesgos para su reputación y marca, podría perder atractivo ante los inversionistas. También los prestamistas observan cada vez más la sustentabilidad en sus evaluaciones de sus portafolios de deuda.

La “zanahoria” (es decir, la recompensa) de la sustentabilidad toma una variedad de formas. Los créditos para manejo de emisiones se han convertido en una fuente de ingresos para algunas compañías. Los consumidores jóvenes tienen cada vez más preocupaciones ambientales, revisan sus opciones de inversión y consumo, dejando fuera a las organizaciones menos responsables desde el punto de vista social y ambiental.

Las organizaciones pueden aprender cómo tomar en cuenta todos los aspectos sociales y ambientales, para luego definir, captar y reportar estos indicadores no financieros como parte de sus medidas de desempeño. En el proceso, pueden descubrir nuevas formas de proteger su reputación, aumentar la confianza entre los grupos de interés, consolidar su licencia para operar y, en última instancia, reforzar su crecimiento y rentabilidad.

Fuente: James Hartshorn, “Sustainability: Why CFOs Need to Pay Attention”, *Canadian Treasurer* (22 junio/julio 2006), p. 15. (www.tmac.ca). Usado con permiso. Todos los derechos reservados.

dependen de su responsabilidad social. Sin embargo, como los criterios de responsabilidad social no están definidos con claridad, es difícil formular políticas congruentes. Cuando la sociedad, a través de diferentes cuerpos representativos, establece las reglas que gobiernan los intercambios entre las metas sociales, la sustentabilidad ambiental y la eficiencia económica, la tarea de la corporación es más clara. Podemos entonces ver a la compañía como un productor de bienes privados y sociales, y la maximización de la riqueza de los accionistas sigue siendo un objetivo corporativo factible.

Gobernanza corporativa

Gobernanza corporativa

Sistema mediante el cual se maneja y controla a las corporaciones. Comprende las relaciones entre los accionistas, el consejo directivo y la alta administración.

Ley de Sarbanes-Oxley de 2002 (SOX)

Se refiere, entre otros aspectos, a la gobernanza corporativa, auditoría y contabilidad, remuneración de ejecutivos y la divulgación mejorada y oportuna de la información de las corporaciones.

Comisión de supervisión contable de las empresas públicas

Corporación no lucrativa del sector privado creado por la Ley de Sarbanes-Oxley de 2002 para supervisar a los auditores de las compañías públicas, con la finalidad de proteger los intereses de los inversionistas y promover el interés público en la preparación de informes de auditoría independientes, justos e informativos.

Gobernanza corporativa (autoridad) se refiere al sistema mediante el cual se administra y controla a las corporaciones. Comprende las relaciones entre los accionistas, el consejo directivo y la alta administración de la compañía. Estas relaciones proporcionan el marco de trabajo dentro del cual se establecen los objetivos y se supervisa el desempeño. Así, las tres categorías de individuos son clave para el éxito de la autoridad corporativa: primero, los accionistas que eligen el consejo directivo; segundo, el propio consejo directivo; y tercero, los ejecutivos de alta administración guiados por el director ejecutivo (CEO, *chief executive officer*).

El consejo directivo —el vínculo crucial entre los accionistas y la administración— es potencialmente el instrumento más efectivo de buena gobernanza. La acción negligente de la compañía al final sería su responsabilidad. El consejo, cuando funciona adecuadamente, también es una verificación independiente sobre la administración para asegurar que ésta actúa con el interés de los accionistas en mente.

● ● ● Papel del consejo directivo

El consejo directivo establece una amplia política y asesora al director ejecutivo y otros ejecutivos de alto rango, que administran la compañía en las actividades diarias. De hecho, una de las tareas más importantes del consejo directivo es contratar, despedir y establecer remuneraciones para el director ejecutivo.

El consejo revisa y aprueba la estrategia, las inversiones significativas y las adquisiciones. Además, vigila los planes de operación, los presupuestos de capital y los informes financieros de la compañía para los accionistas.

En Estados Unidos, los consejos suelen tener 10 u 11 miembros, y con frecuencia el director ejecutivo funge como presidente del consejo. En Gran Bretaña, es común que los puestos de presidente del consejo y director ejecutivo se mantengan separados, y esta idea comienza a tener adeptos en Estados Unidos.

● ● ● Ley de Sarbanes-Oxley de 2002

Durante la última década se ha desarrollado un interés renovado en la gobernanza de las corporaciones como resultado de las fallas de control importantes que llevaron a la imposibilidad de prevenir una serie de escándalos corporativos recientes en Enron, WorldCom, Global Crossing, Tyco y muchas otras compañías. Los gobiernos y los cuerpos legislativos en todo el mundo siguen estudiando estos aspectos de la reforma a la gobernanza corporativa. En Estados Unidos, un indicio de la seriedad de esta preocupación fue que el Congreso aprobó la **Ley de Sarbanes-Oxley de 2002 (SOX)**.

Sarbanes-Oxley establece reformas para combatir el fraude corporativo y contable, e impone nuevas multas por la violación de las leyes de valores. También pide varios estándares más altos para la forma de gobernar una compañía y establece la **Comisión de supervisión contable de las empresas públicas** (Public Company Accounting Oversight Board, **PCAOB**), es decir, las que cotizan en la bolsa. La Comisión de Valores (Securities and Exchange Commission, SEC) designa el presidente del consejo y los miembros de la PCAOB. Este último organismo tiene facultades para adoptar estándares de auditoría, control de calidad, ética y de divulgación de información en las compañías públicas y sus auditores, al igual que investiga y disciplina a los implicados.

Función de administración financiera de la organización

Ya sea que su carrera profesional lo lleve en la dirección de manufactura, marketing, finanzas o contabilidad, es importante que comprenda el papel que desempeña la administración financiera en las operaciones de la empresa. La figura 1.1 es un organigrama de una empresa de manufactura típica que da especial atención a la función de finanzas.

Como jefe de una de las tres áreas funcionales primordiales de la empresa, el vicepresidente de finanzas, o director financiero, se reporta directamente con el presidente o director ejecutivo. En

Más reglas, más utilidades

CFO

Nuevas investigaciones demuestran que la buena práctica de gobernanza puede reducir el costo de capital.

Con demasiada frecuencia, el impulso para una reforma corporación-gobernanza se percibe como un ejercicio costoso de pensar en los deseos. Después de todo, ¿puede en realidad encontrarse una correlación fuerte entre una edad obligatoria de retiro para los directores y un mayor margen de ganancia neta?

Fuente: Adaptado de Don Durfee, "More Rules, Higher Profits", *CFO* (agosto 2006), p. 24. (www.cfo.com) Derechos reservados, 2006, por CFO Publishing Corporation. Usado con permiso. Todos los derechos reservados.

Sí se puede, como de hecho ocurre. Un número cada vez más grande de investigaciones sugiere que las prácticas de gobernanza promovidas por grupos de apoderados como el Institutional Shareholder Services (ISS) y el Investor Responsibility Research Center de hecho se asocian con mejor desempeño corporativo y menor costo de capital. Un estudio de 2003 realizado por investigadores de la Universidad de Harvard y Wharton School encontró que las compañías con mayor protección para sus accionistas tenían rendimientos, utilidades y crecimiento en ventas significativamente mejores que otras. Un estudio más reciente, del ISS, encontró que las compañías que seguían de cerca los consejos de gobernanza tenían proporciones más altas entre precio y utilidades.

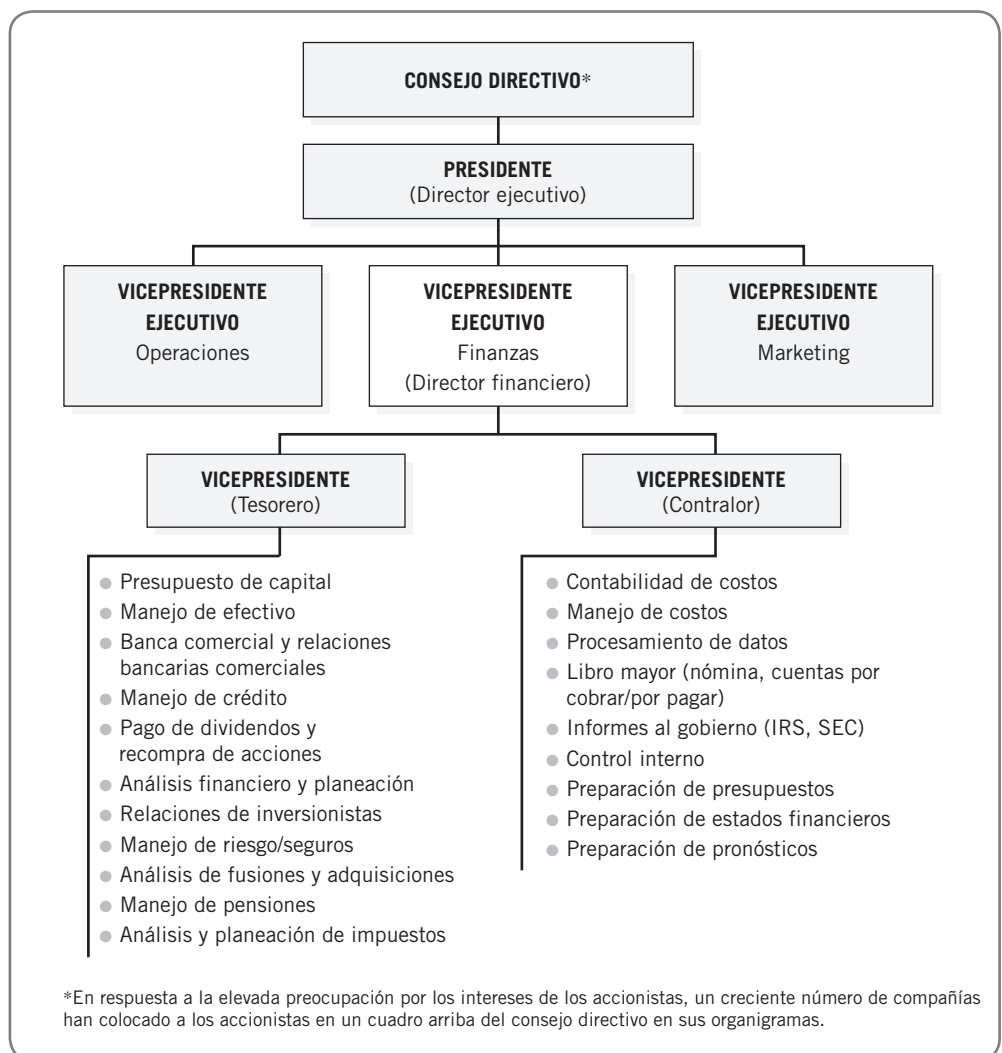


Figura 1.1

Administración financiera en el organigrama

Cuatro ojos ven mejor que dos

CFO

¿Una estructura de informes diferente pudo haber prevenido el fraude de WorldCom? Harry Volande así lo piensa.

El director financiero de Siemens Energy & Automation se reporta al consejo directivo, y no al director ejecutivo. Dice que la estructura, a la que Siemens llama “principio de cuatro ojos”, facilita que los jefes de finanzas actúen con honestidad. “La ventaja es que uno tiene un director de finanzas que no depende del director ejecutivo para el paquete de revisiones y la remuneración”, dice Volande. “Eso le da la libertad de tener una opinión diferente”. La estructura para reportar, que es más común en Alemania, se aplica en todos los conglomerados de electrónica alemanes. En Estados Unidos, esta práctica es poco común, en parte porque en muchas compañías el director ejecutivo también preside el consejo directivo. “La mayoría de los directores ejecutivos se resistirían a cambiar en la jerarquía”, dice James Owers, profesor de finanzas en Georgia State University.

Con las escasas posibilidades de un cambio en la estructura de reporte, los guardianes de la gobernanza abogan por juntas independientes y frecuentes entre el director de finanzas y el consejo. Muchos directores de finanzas tienen acceso al consejo sólo cuando el director ejecutivo solicita una presentación financiera, dice Owers.

Espen Eckbo, director del Center for Corporate Governance de Tuck School of Business en Dartmouth, dice que los consejos deberían considerar tener más responsabilidades para evaluar el director financiero y determinar su remuneración, en lugar de confiar nada más en la opinión del director ejecutivo. Esta práctica daría más independencia al director de finanzas, afirma.

Por supuesto, existen desventajas cuando un director financiero se reporta directamente al consejo. Volande admite que esto puede hacer lento el proceso de toma de decisiones. Por ejemplo, si hay desacuerdos sobre una posible fusión, el consejo tiene que tomar la decisión en última instancia. “Se requiere comunicación adicional, que puede ser útil, pero toma más tiempo”, dice Volande. Reconoce que la estructura no es para todos, ya que pueden surgir conflictos cuando altos ejecutivos comparten el poder: “Se necesita un director ejecutivo y un director financiero con cierto grado de humildad y flexibilidad”.

Fuente: Kate O’Sullivan, “Four Eyes Are Better”, *CFO* (junio, 2006), p. 21. (www.cfo.com) Derechos reservados, 2006, por CFO Publishing Corporation. Usado con permiso. Todos los derechos reservados.

empresas grandes, las operaciones financieras que supervisa el director financiero se dividen en dos ramas: una encabezada por el tesorero y la otra por el contralor.

Las responsabilidades primordiales del contralor son contables por naturaleza. La contabilidad de costos, al igual que presupuestos y pronósticos, se refiere al consumo interno. Los informes financieros externos se proporcionan al IRS (la autoridad fiscal), a la SEC (Securities and Exchange Commission) y a los accionistas.

Las responsabilidades del tesorero caen dentro de las áreas de decisión que más se asocian con la administración financiera: inversión (presupuesto de capital, manejo de pensiones), financiamiento (banca comercial y relaciones de inversión bancaria, relaciones de inversionistas, pago de dividendos) y administración de bienes (manejo de efectivo, manejo de crédito). El organigrama puede dar una impresión falsa de que existe una división clara entre las responsabilidades del tesorero y las del contralor. En una empresa que funciona bien, la información fluye con facilidad de ida y de regreso entre ambas ramas. En empresas pequeñas, las funciones del tesorero y el contralor pueden combinarse en un solo puesto, lo que da por resultado una mezcla de actividades.

Organización del libro

Comenzamos este capítulo con la advertencia de que la administración financiera de hoy debe ser flexible para adaptarse al entorno externo cambiante si la empresa ha de sobrevivir. El pasado reciente ha sido testigo de la producción de nuevas técnicas complejas impulsadas por la tecnología para reunir e invertir dinero que apenas nos deja vislumbrar el porvenir. Pero ¡ánimo! Aunque las técnicas de administración financiera cambian, los principios no.

Al introducir al lector en la mayor parte de las técnicas actuales de administración financiera, nos centraremos en sus principios o fundamentos. De esta manera, pensamos que podemos prepararlo para adaptarse al cambio en su carrera de administración completa.

● ● ● Fundamentos

En la parte 1, capítulo 1, definimos administración financiera, defendimos la maximización de la riqueza de los accionistas como la meta de la empresa y observamos la posición que sostiene la administración financiera acerca del organigrama de la empresa. Nuestra siguiente meta es darle cierto material antecedente y algunas herramientas básicas de análisis financiero. Así, en el capítulo 2 examinaremos el marco legal para la administración financiera en lo que se refiere a la forma

Pregunte a Alicia sobre ética



Querida Alicia:

Con todo el rumor y la furia que hay acerca de nuestra crisis moral nacional, ¿tienes algunas palabras sabias y que den ánimo con respecto a la ética en los negocios?

Esperanzado en Hawaii.

Querido Esperanzado:

Me complace oír que alguien allá afuera todavía tiene fe en la inmortalidad de la moral en estos tiempos difíciles. No sé por qué la ética en los negocios tiene que ser un subconjunto de la ética general, pero estoy dispuesta a tratar de explicar cómo la ética personal puede influir en los negocios.

Como yo lo veo, una persona de negocios necesita varios ingredientes esenciales para tener éxito. Éstos incluyen habilidades específicas del oficio en que se desenvuelve, suficiente capital, voluntad para aplicar una cantidad generosa de paciencia y mucha suerte. Pero aun con todo lo anterior, si el ingrediente de integridad no está presente, el éxito real se le escapará, pues, ¿qué tipo de negocio puede sobrevivir sin una buena reputación? Y ¿qué es la reputación, después de todo, sino ética e integridad?

Para estar seguros, gran parte de la moral se impone desde fuera hoy en día. Las leyes y los reglamentos tienden a hacer que individuos, corporaciones e incluso países sean más virtuosos que nunca. Las buenas intenciones están bien, pero un pequeño incentivo externo nunca hizo daño para hacer el trabajo. Aún así, la verdadera esperanza para el futuro de la ética en la sociedad surge del hecho de que la vasta mayoría de las personas tienen una brújula interna de moral y harán lo correcto incluso sin una presión externa extraordinaria.

Al tiempo que estos días sin duda pueden parecer atribulados, no lo están más que otros tiempos pasados. Consideremos el sistema de castas virtual del que hablaba Aristóteles, la corrupción vertiginosa del final del Imperio Romano, la sangre derramada en la Edad Media, por no mencionar la explotación del colonialismo en épocas más recientes.

Si quieres ver un ejemplo maravilloso de cómo el dilema ético de tiempos pasados se aplica hoy, da un vistazo en este mismo ensayo a la parte que habla sobre tratos de negocios honestos. En la siguiente dirección encontrarás un artículo de Randy Richards de St. Ambrose University, titulado “Cicero and the Ethics of Honest Business Dealings” (www.stthom.edu/Public/getFile.asp?isDownload=1&FileContent_ID=518). Narra cómo Cicerón escribió su tratado *Sobre las obligaciones*, en el cual habla de lo que debemos hacer cuando lo correcto y ético están en conflicto con lo que parece ventajoso.

Cicerón envió a su hijo a la escuela en Atenas, donde el joven probó ser un alumno nada estelar. Y hasta Roma llegó el rumor de que el joven pasaba demasiado tiempo en fiestas y que descuidaba los estudios; así que su papá se inspiró para escribirle una carta sobre el cumplimiento de las obligaciones. Los ejemplos que utilizó Cicerón en esa carta, según describe el artículo del autor, son tan contemporáneos como cualquier caso de ética de negocios que podemos leer en el periódico. Manipular utilidades y acciones como en Enron y Andersen, ocultar un defecto en un producto o propiedad como en Firestone; misma raza, ¡ratas diferentes!

Mantén tu fe y esperanza. La humanidad ha luchado con los desafíos éticos con bastante éxito durante dos milenios desde que ese sabio romano le escribió una carta a su hijo. Mientras continúe la lucha por hacer lo correcto, la civilización continuará mejorando, a pesar de nuestra epidemia temporal de sexo, mentiras y exageración de los medios.

Fuente: Adaptado de Alice Magos, “Ask Alice About Ethics”. Recuperado de www.toolkit.cch.com/advice/096askalice.asp. Reproducido con permiso de CCH Business Owner’s Toolkits, publicado y derechos reservados por:

CCH Incorporated
2700 Lake Cook Road
Riverwoods, Illinois 60015
(www.toolkit.cch.com)

organizacional y a los impuestos. La función de los mercados e instituciones financieros, al igual que las tasas de interés, también se incluye como información antecedente pertinente. En particular, nos centraremos en cómo las empresas de negocios interactúan con los mercados financieros. El valor del dinero en el tiempo, la valuación y los conceptos gemelos de riesgo y rendimiento se exploran en la parte 2, capítulos 3, 4 y 5, porque la comprensión de estos fundamentos es esencial para las decisiones financieras atinadas. De hecho, la base para la maximización de la riqueza de los accionistas está en la valuación y en la comprensión de los intercambios entre riesgo y rendimiento. Como resultado, exploramos estos temas pronto.

Pregunta

Si no tengo intención de convertirme en director financiero, ¿por qué debo entender la administración financiera?

Respuesta

Una buena razón es “para prepararse para el trabajo del futuro”. Cada vez más negocios están reduciendo los puestos administrativos y combinando las capas de la pirámide corporativa. El objetivo de esto es reducir los costos y fomentar la productividad. Como resultado, las responsabilidades de los puestos administrativos que quedan deben ampliarse. El administrador exitoso necesitará convertirse en un jugador del equipo con el conocimiento y la habilidad para moverse no sólo verticalmente en una organización, sino también horizontalmente. Desarrollar las capacidades funcionales cruzadas será la regla, no la excepción. Así que dominar las habilidades financieras básicas es un ingrediente clave que se requerirá en el lugar de trabajo de un futuro no tan distante.

Para invertir en finanzas y administración de manera eficiente, los administradores financieros deben planear con cuidado. Por un lado, deben proyectar flujos de efectivo futuros y luego evaluar el efecto posible de estos flujos en las condiciones financieras de la compañía. Con base en estas proyecciones, también deben planear una liquidez adecuada para pagar facturas y otras deudas cuando se venzan. Estas obligaciones tal vez requieran reunir fondos adicionales. Para controlar el desempeño, el administrador financiero necesita establecer ciertas normas, las cuales se usarán después para comparar el desempeño real con el planeado. Como las normas de análisis, planeación y control sustentan una buena parte del estudio en este libro, examinaremos este tema en la parte 3, capítulos 6 y 7.

● ● ● Administrar y adquirir bienes

Las decisiones con respecto a la administración de bienes deben tomarse de acuerdo con el objetivo de la empresa: maximizar la riqueza de los accionistas. En la parte 4 examinaremos el efectivo, los valores comercializables, las cuentas por cobrar y los inventarios. Exploraremos maneras de manejar con eficiencia estos activos actuales para maximizar el rendimiento relativo a la cantidad de fondos comprometidos en los bienes. Determinar un nivel apropiado de liquidez es una parte de esta administración de bienes. El nivel óptimo de un activo actual depende de la rentabilidad y flexibilidad asociadas con ese nivel en relación con el costo que implica mantenerlo. En el pasado, la administración del capital de trabajo (activos corrientes y el financiamiento que los apoya) dominaba el papel de los directores financieros. Aunque esta función tradicional continúa siendo vital, la atención se amplió ahora a la administración de activos y pasivos a plazos más largos.

En la parte 5, en el tema de presupuesto de capital, consideraremos la adquisición de activos fijos. El presupuesto de capital implica seleccionar propuestas de inversión cuyos beneficios se esperan para después de un año. Cuando una propuesta requiere un incremento o decremento del capital de trabajo, este cambio se trata como parte de la decisión de presupuesto de capital y no como una decisión de capital de trabajo separada. Puesto que los beneficios futuros esperados de una propuesta

de inversión son inciertos, es necesario tomar en cuenta el riesgo implicado. Los cambios en la constitución del riesgo de negocios de una empresa pueden tener una influencia significativa en el valor de la empresa en el mercado. En virtud de este efecto importante se dedica atención al problema de medir el riesgo para un proyecto de inversión de capital. Además del riesgo, un proyecto de inversión a veces incluye opciones para que la administración altere decisiones anteriores. Por lo tanto, se estudia el efecto de las opciones administrativas sobre la deseabilidad del proyecto. El capital se asigna de acuerdo con un criterio de aceptación. El rendimiento requerido para el proyecto debe estar de acuerdo con el objetivo de maximizar la riqueza de los accionistas.

● ● ● Financiamiento de bienes

Una faceta importante de la administración del financiamiento implica suministrar el financiamiento necesario para respaldar los bienes. Se dispone de una amplia variedad de fuentes de financiamiento. Cada una tiene ciertas características como costo, vigencia, disponibilidad, derechos sobre los bienes y otros términos impuestos por los proveedores de capital. Con base en estos factores, el director financiero debe determinar la mejor mezcla de financiamiento para la empresa. Debe considerar las implicaciones para la riqueza de los accionistas cuando tome estas decisiones.

En la parte 6 analizaremos la estructura del capital (o del financiamiento permanente a largo plazo) de una empresa. Cubrimos el concepto de apalancamiento financiero desde varios puntos de vista en un esfuerzo por entender el riesgo financiero y cómo éste se relaciona con el riesgo del negocio (o de la operación). Además, analizaremos la retención de utilidades como una fuente de financiamiento. Como esta fuente representa dividendos a los que renuncian los accionistas, la política de dividendos influye en la de financiamiento y viceversa. Mientras que en la parte 4 examinaremos las diferentes fuentes de financiamiento a corto plazo, en la parte 7 exploraremos las de largo plazo. Ambas partes revelan las características, los conceptos y los problemas asociados con los métodos alternativos de financiamiento.

● ● ● Un paquete combinado

En la parte 8 cubrimos con detalle algunas de las áreas especializadas de la administración financiera. Se estudian algunos de los instrumentos financieros más exóticos, como convertibles, intercambiables y garantías. Se exploran las fusiones, las alianzas estratégicas, desinversiones, las reestructuraciones y los remedios para una compañía que va en franco descenso. El crecimiento de una compañía puede ser interno, externo (o de ambos tipos) y con carácter nacional o internacional. Por último, como la empresa multinacional ahora adquiere notoriedad, es importante que estudiemos el crecimiento a través de las operaciones internacionales.

Así, la administración financiera incluye la adquisición, el financiamiento y la administración de los bienes. Estas tres áreas de decisión se interrelacionan: la decisión de adquirir un bien necesita financiamiento y manejo de ese bien, mientras que financiar y manejar los costos afecta la decisión de invertir. El libro se centra en las decisiones de inversión, financiamiento y administración de bienes de la empresa. Juntas, estas decisiones determinan el valor de la empresa para sus accionistas. El dominio de los conceptos implicados es la clave para comprender el papel de la administración financiera.

Puntos clave de aprendizaje

- La *administración financiera* se encarga de la adquisición, el financiamiento y el manejo de bienes con alguna meta global en mente.
- La función de decisión de la administración financiera puede desglosarse en tres áreas primordiales: decisiones de inversión, de financiamiento y de administración de bienes.
- En este libro suponemos que la *meta de la empresa* es maximizar la riqueza de los dueños actuales (o accionistas). La riqueza de los accionistas está representada por el precio de mercado por acción de las acciones comunes de la empresa que, a la vez, refleja las decisiones de inversión, financiamiento y administración de bienes.

- El precio de mercado de las acciones de una empresa representa el juicio focal de todos los participantes en el mercado en cuanto al valor de una empresa en particular. Toma en cuenta utilidades presentes y futuros por acción; el tiempo, la duración y el riesgo de esas utilidades; la política de dividendos de la empresa, así como otros factores que influyen en el precio de mercado de las acciones.
- La *teoría de la agencia* sugiere que los administradores (agentes), en particular los de empresas grandes con acciones públicas, pueden tener diferentes objetivos que los accionistas (principales). Los accionistas pueden estar seguros de que la administración tomará decisiones que maximicen la riqueza de los accionistas sólo si la administración recibe los incentivos adecuados y sólo si se supervisa a la administración.
- Maximizar la riqueza de los accionistas *no* libera a la empresa del compromiso de actuar de manera socialmente responsable.
- La gobernanza corporativa es el sistema mediante el cual se administra y controla a las corporaciones. Comprende la relación entre los accionistas de la compañía, el consejo directivo y la alta administración.
- En las empresas grandes, la función financiera es responsabilidad del vicepresidente de finanzas, o director financiero (CFO), que generalmente se reporta al presidente o director ejecutivo. Las operaciones financieras supervisadas por el director financiero se dividen en dos ramas: una encabezada por el tesorero y la otra por el contralor. Las responsabilidades del contralor son de naturaleza contable, mientras que las del tesorero están en las áreas de decisión que comúnmente se asocian con el director de finanzas.



Preguntas

1. Si todas las compañías tuvieran el objetivo de maximizar la riqueza de los accionistas, ¿la gente en general tendería a estar en mejores o peores condiciones?
2. Compare el objetivo de maximizar las utilidades con el de maximizar la riqueza.
3. ¿De qué se trata la administración financiera?
4. La meta de cero ganancias por un periodo finito (de tres a cinco años, por ejemplo), ¿es en algún caso congruente con el objetivo de maximizar la riqueza?
5. Explique por qué juzgar la eficiencia de cualquier decisión financiera requiere que exista una meta.
6. ¿Cuáles son las tres funciones primordiales del director financiero? ¿Cómo se relacionan?
7. ¿Deben los administradores de una compañía poseer cantidades grandes de acciones comunes de ésta? ¿Cuáles son las ventajas y desventajas de ello?
8. Durante las últimas décadas se han impuesto regulaciones ambientales, de contratación y de otro tipo sobre los negocios. En vista de estos cambios en las reglas, ¿la maximización de la riqueza de los accionistas es aún un objetivo realista?
9. Como inversionista, ¿piensa que se paga demasiado a algunos administradores? ¿Sus recompensas se pagan a expensas de los accionistas?
10. ¿De qué manera los conceptos de riesgo y recompensa gobiernan el comportamiento de los directores financieros?
11. ¿Qué es la gobernanza corporativa? ¿Cuál es el papel del consejo directivo de una corporación en la gobernanza corporativa?
12. Compare las funciones del tesorero y el contralor en la operación de la empresa.

Referencias seleccionadas

- Ang, James S., Rebel A. Cole y James Wuh Lin. "Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Finance* 55 (febrero, 2000), 81-106.
- Barnea, Amir, Robert A. Haugen y Lemma W. Senbet. "Management of Corporate Risk", en *Advances in Financial Planning and Forecasting*. Nueva York: JAI Press, 1985.
- _____. *Agency Problems and Financial Contracting*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall, 1985.
- Bauer, Christopher. "A Preventive Maintenance Approach to Ethics". *Financial Executive*, 21 (mayo, 2005), 18-20.
- Bernstein, Peter L. *Capital Ideas*. Nueva York: Free Press, 1992.
- Brennan, Michael. "Corporate Finance Over the Past 25 Years". *Financial Management* 24 (verano, 1995), 9-22.
- Brickley, James A., Clifford W. Smith, Jr. y Jerold L. Zimmerman. "Corporate Governance, Ethics, and Organizational Archi-

- ecture". *Journal of Applied Corporate Finance* 15 (primavera, 2003), 34-45.
- Brounen, Dirk, Abede Jong y Kees Koedijk. "Corporate finance in Europe: confronting theory with practice". *Financial Management*, 33 (invierno 2004), 71-101.
- Chambers, Donald R. y Nelson J. Lacey. "Corporate Ethics and Shareholder Wealth Maximization". *Financial Practice and Education* 6 (primavera-verano, 1996), 93-96.
- Chen, Andrew H., James A. Conover y John W. Kensinger. "Proven Ways to Increase Share Value". *Journal of Applied Finance* 12 (primavera/verano, 2002), 89-97.
- Dore, Lucia. "Corporate Governance in Europe". *Shareholder Value* 3 (enero/febrero, 2003), 54-59.
- Felo, Andrew J. y Steven A. Solieri. "New Laws, New Challenges: Implications of Sarbanes-Oxley". *Strategic Finance* (febrero, 2003), 31-34.
- Friedman, Milton. "The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits". *New York Times Magazine* (13 de septiembre, 1970).
- Haywood, M. Elizabeth y Donald E. Wygal. "Corporate Greed vs. IMA's Ethics Code". *Strategic finance*, 86 (noviembre, 2004), 45-49.
- Holmstrom, Bengt y Steven N. Kaplan, "The State of US Corporate Governance: What is Right and What's Wrong?". *Journal of Applied Corporate Finance* 15 (primavera, 2003), 8-20.
- Howell, Robert A. "The CFO: From Controller to Global Strategic Partner". *Financial Executive* 22 (abril, 2006), 20-25.
- Jensen, Michael C. y William H. Meckling. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". *Journal of Financial Economics* 3 (octubre, 1976), 305-360.
- Jensen, Michael C. y Clifford W. Smith Jr. "Stockholder, Manager, and Creditor Interests: Applications of Agency Theory", en *Recent Advances in Corporate Finance*, ed. Edward I. Altman y Marti G. Subrahmanyam, 93-132. Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1985.
- Koller, Tim, Marc Goedhart y David Wessels. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 4a. ed. Hoboken, NJ: John Wiley, 2005.
- Meggison, William L. "Outside Equity". *Journal of Finance* 55 (junio, 2000), 1005-1038.
- Millman, Gregory J. "New Scandals, Old Lessons: Financial Ethics After Enron". *Financial Executive* 18 (julio/agosto, 2002), 16-19.
- Persaud, Avinosh y John Plender. *All You Need to Know About Ethics and Finance: Finding a Moral Compass in Business Today*. London: Longtail Publishing, 2006.
- Porter, Michael E. y Mark R. Kramer. "Strategy & Society: The Link Between Competitive Advantage and Corporate Responsibility". *Harvard Business Review* 36 (diciembre, 2006), 78-92.
- Rappaport, Alfred. *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, ed. rev. Nueva York: Free Press, 1997.
- Seitz, Neil. "Shareholder Goals, Firm Goals and Firm Financing Decisions". *Financial Management* 11 (otoño, 1982), 20-26.
- Shivdasani, Anil y Marc Zenner. "Best Practices in Corporate Governance: What Two Decades of Research Reveals". *Journal of Applied Corporate Finance* 16 (primavera/verano, 2004), 29-41.
- Special Issue on International Corporate Governance. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38 (marzo, 2003). Número completo (diez artículos) dedicado a investigaciones recientes empíricas y teóricas en el área de gobernanza corporativa internacional.
- Statement on Management Accounting No. IC (revised), Standards of Ethical Conduct for Practitioners of Management Accounting and Financial Management*. Montvale, NJ: Institute of Management Accountants, 30 de abril, 1997.
- Stewart, G. Bennett. *The Quest for Value*. Nueva York: Harper Business, 1991.
- Sundaram, Anant K. "Tending to Shareholders", en FT Mastering Financial Management, Part 1. *Financial Times* (26 de mayo, 2006), 4-5.
- Treynor, Jack L. "The Financial Objective in the Widely Held Corporation". *Financial Analysts Journal* 37 (marzo-abril, 1981), 68-71.
- Vershoor, Curtis C. "Do the Right Thing: IMA Issues New Ethics Guidelines". *Strategic Finance* 87 (noviembre, 2005), 42-46.
- La parte I del sitio Web del libro, *Wachowicz's Web World*, contiene vínculos para muchos sitios de finanzas y artículos en línea relacionados con los temas cubiertos en este capítulo. (web.utk.edu/~jwachowi/wacho_world.html)

2

Entornos de negocios, fiscales y financieros

Contenido

- **El entorno de negocios**
Propiedad única • Sociedades • Corporaciones • Compañías de responsabilidad limitada (CRL)
- **El entorno fiscal**
Impuestos corporativos • Impuestos personales
- **El entorno financiero**
Propósito de los mercados financieros • Mercados financieros • Intermediarios financieros • Agentes financieros • Mercado secundario • Asignación de fondos y tasas de interés
- **Puntos clave de aprendizaje**
- **Preguntas**
- **Problemas para autoevaluación**
- **Problemas**
- **Soluciones a los problemas para autoevaluación**
- **Referencias seleccionadas**

Objetivos

Después de estudiar el capítulo 2, usted será capaz de:

- Describir las cuatro formas básicas de organización de negocios en Estados Unidos y las ventajas y desventajas de cada una.
- Comprender cómo encontrar el ingreso gravable de una corporación y cómo determinar la tasa de impuestos corporativa, tanto promedio como marginal.
- Comprender los diferentes métodos de depreciación.
- Explicar por qué adquirir bienes usando financiamiento basado en deuda ofrece ventajas fiscales sobre el financiamiento a base de acciones ordinarias y preferenciales.
- Describir el propósito y la composición de los mercados financieros.
- Comprender cómo la calificación con letras de las organizaciones de calificación importantes le ayudan a juzgar el riesgo de los valores.
- Comprender qué significa “estructura de plazos de las tasas de interés” y relacionarla con una “curva de rendimiento”.

Corporación. Un dispositivo ingenioso para obtener utilidades individuales sin la responsabilidad individual.

—AMBROSE BIERCE
The Devil's Dictionary

Para comprender mejor el papel de los directores financieros, debe familiarizarse con el ambiente en el que operan. La forma de organización de los negocios que la empresa elige es un aspecto de la estructura de negocios en la que debe funcionar. Exploraremos las ventajas y desventajas de las formas alternativas de organización de los negocios. Luego, veremos el entorno fiscal con la finalidad de lograr una comprensión básica de cómo las políticas fiscales pueden tener efecto sobre las diferentes decisiones financieras. Por último, investigaremos el sistema financiero y el entorno siempre cambiante en el que crece el capital.

El entorno de negocios

En Estados Unidos existen cuatro formas básicas de organización de negocios: derechos de propiedad únicos (un dueño), sociedades (generales y limitadas), corporaciones y compañías de responsabilidad limitada (CRL). El número de propiedades únicas es alrededor del doble de las otras modalidades combinadas, pero las corporaciones califican en primer lugar según sus ventas, activos, utilidades y contribución al ingreso nacional. Al desglosar este sector, descubrirá algunas ventajas y desventajas de cada forma alternativa de organización de negocios.

● ● ● Propiedad única

Propiedad única

Una forma de negocio en la que hay un solo dueño. Este dueño único tiene responsabilidad ilimitada sobre todas las deudas de la empresa.

La **propiedad única** es la forma más antigua de organización de negocios. Como su título sugiere, una sola persona es dueña de la empresa, posee los títulos de todos sus bienes y es personalmente responsable de todas sus deudas. La propiedad no paga impuestos por separado. El dueño simplemente suma las ganancias o resta las pérdidas del negocio al determinar su ingreso gravable personal. Este tipo de negocio se usa ampliamente en la industria de servicios. Por su simplicidad, un solo propietario puede establecerse casi sin complicaciones y pocos gastos. La sencillez es su gran virtud.

La desventaja principal es que el dueño es personalmente responsable de todas las obligaciones del negocio. Si demandan a la organización, el propietario como individuo es el demandado y tiene responsabilidad ilimitada, lo que significa que gran parte de su propiedad personal, al igual que los bienes del negocio, pueden asegurarse para resolver la demanda. Otro problema con la propiedad única es la dificultad para reunir capital. Como la vida y el éxito del negocio dependen tanto de un solo individuo, es probable que un solo dueño no sea atractivo para los prestamistas en comparación con otras formas de organización. Más aún, la propiedad tiene ciertas desventajas fiscales. La oficina fiscal no considera las prestaciones, tales como gastos médicos y seguros de grupo, como gastos de la empresa y, por lo tanto, no son totalmente deducibles para fines fiscales. Una corporación con frecuencia deduce estas prestaciones, pero el propietario único debe pagar la mayor parte de ellas con el ingreso que queda después de impuestos. Además de estas desventajas, la forma de propietario único hace que la transferencia de la propiedad sea más difícil que en la forma corporativa. En la planeación de activos, ninguna parte de la empresa se puede transferir a los miembros de la familia durante la vida del propietario. Por estas razones, esta forma de organización no ofrece la flexibilidad que dan las otras formas.

Sociedades

Una forma de negocios en la que dos o más individuos actúan como propietarios. En una *sociedad general* todos los socios tienen responsabilidad ilimitada con respecto a las deudas de la empresa; en una *sociedad limitada* uno o más socios pueden tener responsabilidad limitada.

● ● ● Sociedades

Una **sociedad** es similar a la propiedad única, excepto que hay más de un dueño. Una sociedad, igual que la propiedad única, no paga impuestos. En vez de ello, los socios individuales incluyen su parte de las ganancias o pérdidas del negocio como parte de su ingreso gravable personal. Una ventaja potencial de esta forma de negocio es que, comparado con la propiedad única, con frecuencia se puede reunir una cantidad mayor de capital. Más de un propietario puede ahora contribuir con capital personal y los prestamistas pueden sentirse más cómodos al suministrar fondos a una base de inversión más grande.

En una *sociedad general* todos los socios tienen responsabilidad ilimitada; son responsables de manera conjunta de las obligaciones de la sociedad. Como cada socio puede comprometer a la sociedad con obligaciones, los socios generales deben seleccionarse con cuidado. En la mayoría de los casos, un acuerdo formal, o acuerdo de socios, establece los poderes de cada socio, la distribución de las utilidades, los montos de capital que cada uno invierte, los procedimientos para admitir a nuevos socios y los procedimientos para reconstituir la sociedad en caso de muerte o retiro de uno de los socios. Legalmente, la sociedad se disuelve si uno de los socios muere o se retira. En esos casos, los acuerdos invariablemente son complejos y desagradables, y la reconstitución de la sociedad podría ser un asunto difícil.

Socio limitado

Miembro de una sociedad limitada que no tiene responsabilidad personal de las deudas de la sociedad.

Socio general

Miembro de una sociedad con responsabilidad ilimitada de las deudas de la sociedad.

Corporación

Una forma de negocio legalmente separada de sus propietarios. Las características que la distinguen incluyen responsabilidad limitada, transferencia sencilla de la propiedad y la capacidad para reunir grandes sumas de capital.

En una *sociedad limitada*, los **socios limitados** contribuyen con capital y tienen una responsabilidad confinada a esa cantidad de capital; no pueden perder más de lo que aportaron. Sin embargo, debe haber al menos un **socio general** en la sociedad cuya responsabilidad sea ilimitada. Los socios limitados no participan en la operación del negocio; esto se deja a los socios generales. Los socios limitados son estrictamente inversionistas y participan en las utilidades o pérdidas de la sociedad según los términos del acuerdo de la sociedad. Este tipo de arreglo se usa con frecuencia en las empresas de bienes raíces.

● ● ● Corporaciones

En virtud de la importancia de la forma corporativa en Estados Unidos, este libro se centra en las corporaciones. Una **corporación** es una “entidad artificial” creada por la ley. Puede poseer bienes e incurrir en responsabilidades. En la famosa decisión de Dartmouth College en 1819, el juez Marshall concluyó que

una corporación es un ser artificial, invisible, intangible y existente sólo en la observación de la ley. Al ser una mera criatura legal, posee sólo aquellas propiedades que le confieran los estatutos de su creación, ya sea de manera expresa o circunstancial a su propia existencia.¹

La característica principal de esta forma de organización de negocio es que la corporación existe legalmente separada y aparte de sus dueños. La responsabilidad de un propietario está limitada a su inversión. La responsabilidad limitada representa una ventaja importante sobre la sociedad limitada y la sociedad general. Se puede reunir capital en nombre de la corporación sin exponer a los dueños a una responsabilidad ilimitada. Por consiguiente, los bienes personales no se pueden confiscar en la resolución de demandas. La propiedad en sí se comprueba con las acciones, donde cada accionista posee la proporción de la empresa representada por sus acciones en relación con el número total de acciones en circulación. Estas acciones son transferibles fácilmente, lo que representa otra ventaja importante de la forma corporativa. Más aún, las corporaciones han encontrado lo que el explorador Ponce de León buscó sin encontrar jamás: la vida ilimitada. Como la corporación existe separada de sus propietarios, su vida no está limitada a las vidas de los dueños (a diferencia de las propiedades únicas y las sociedades). La corporación puede continuar, aunque los propietarios individuales mueran o vendan sus acciones.

Dadas las ventajas asociadas con la responsabilidad limitada, la facilidad de transferencia de propiedad mediante la venta de acciones ordinarias, la vida ilimitada y la capacidad de la corporación para reunir capital independiente de sus propietarios, la forma corporativa de organización de negocios tuvo un crecimiento descomunal en el siglo XX. Con las grandes demandas de capital que implica una economía avanzada, la propiedad única y la sociedad ya no son satisfactorias y la corporación ha emergido como la forma organizacional más importante.

Una desventaja posible de la corporación se relaciona con los impuestos. Las utilidades de la corporación están sujetas al **doble gravamen**. La compañía paga impuestos sobre el ingreso que gana y el accionista también paga impuestos cuando recibe ingresos en la forma de dividendos en efectivo.

Doble gravamen

Gravar el mismo ingreso dos veces. Un ejemplo clásico es el gravamen del ingreso a nivel corporativo y de nuevo como ingreso por dividendos cuando lo recibe el accionista.

¹*The Trustees of Dartmouth College vs. Woodward*, 4 Wheaton 636 (1819).

(Hablabremos con más detalle de los impuestos en la siguiente sección.)² Algunas desventajas menores incluyen el tiempo para constituirse y la burocracia implicada, así como la tarifa que debe pagarse al estado en el que la firma se constituye. Por eso, es más difícil establecer una corporación que una propiedad única o una sociedad.

● ● ● Compañías de responsabilidad limitada (CRL)

Compañía de responsabilidad limitada (CRL) Una forma de negocios que ofrece a sus dueños (llamados “miembros”) un estilo corporativo de responsabilidad personal limitada y el manejo de impuestos federales de una sociedad.

Una **compañía de responsabilidad limitada (CRL)** es una forma de organización de negocios híbrida que combina los mejores aspectos de una corporación y una sociedad. Proporciona a sus dueños (llamados “miembros”) el estilo corporativo de responsabilidad personal limitada y el tratamiento de impuestos federales de una sociedad.³ Es en especial adecuada para empresas pequeñas y medianas. Tiene menos restricciones y mayor flexibilidad que las formas híbridas anteriores, como la *corporación S* (que se estudiará en la sección de impuestos).

Hasta 1990 sólo dos estados de EUA, Wyoming y Florida, permitían la formación de las CRL. Un reglamento del Internal Revenue Service (IRS) de 1988, que estipulaba que toda CRL de Wyoming podía manejarse como una sociedad con respecto a los impuestos federales, abrió las compuertas para que el resto de los estados comenzaran a decretar estatutos para las CRL. Aunque nuevas en Estados Unidos, las CRL tienen una larga historia de aceptación como forma de organización de negocios en Europa y América Latina.

Las compañías de responsabilidad limitada en general poseen no más de dos de las siguientes cuatro características (deseables) estándar de una corporación: **1.** responsabilidad limitada, **2.** administración centralizada, **3.** vida ilimitada y **4.** la capacidad de transferir los intereses de la propiedad sin el previo consentimiento de los otros socios. Las CRL (por definición) tienen responsabilidad limitada. Así, los miembros no son personalmente responsables de las deudas en que incurra la compañía. La mayoría de estas empresas eligen algún tipo de estructura administrativa centralizada. Sin embargo, una desventaja es que le falta la característica corporativa de “vida ilimitada”, aunque muchos estados permiten que una CRL continúe si los intereses de propiedad de un miembro se transfieren o finalizan. Otra desventaja es que la transferencia completa de la propiedad suele estar sujeta a la aprobación de al menos una mayoría de los otros miembros.

Aunque la estructura de la CRL se puede aplicar a la mayoría de los negocios, los profesionales de servicios en muchos estados que quieren formar una CRL deben recurrir a una estructura paralela. En esos estados, se permite a contadores, abogados, doctores y otros profesionales formar una *CRL profesional (CRLP)* o *sociedad de responsabilidad limitada (SRL)*, algo parecido a la CRLP. Un indicio de la gran aceptación de la estructura de la CRLP/SRL entre los profesionales se puede encontrar en el hecho de que todas las empresas contables de los “Cuatro Grandes” en Estados Unidos son SRL.

El entorno fiscal

Casi todas las decisiones de negocios se ven afectadas directa o indirectamente por los impuestos. Mediante su poder impositivo, los gobiernos federal, estatal y local tienen una influencia profunda en el comportamiento de los negocios y sus dueños. Lo que podría resultar una decisión de negocios sobresaliente en la ausencia de impuestos, puede estar muy por debajo de ello en presencia de impuestos (y en ocasiones, a la inversa). En esta sección presentamos algunos fundamentos sobre los impuestos. Necesitará una comprensión básica de este material en capítulos posteriores cuando se consideren las decisiones financieras específicas.

Comenzaremos con el impuesto corporativo. Después consideraremos brevemente los impuestos personales. Debemos tener en mente que las leyes fiscales cambian con frecuencia.

²Una *corporación S*, llamada así para un subcapítulo del IRS, es un tipo especial de estructura corporativa abierta sólo para “pequeñas corporaciones” que califican. Como su razón de ser está motivada por completo en los impuestos, diferimos su estudio para la sección de impuestos.

³Muchos estados permiten la existencia de CRL de un solo miembro. Las compañías que califican se gravan como propiedades únicas.

● ● ● Impuestos corporativos

El ingreso gravable de una corporación se encuentra deduciendo todos los gastos permitidos, incluyendo depreciación e interés, de los ingresos. Después, este ingreso gravable se somete a la siguiente estructura gradual:

INGRESO CORPORATIVO GRAVABLE

AL MENOS	PERO MENOS QUE	TASA DE IMPUESTOS (%)	CÁLCULO DE IMPUESTOS
\$ 0	\$ 50,000	15	$0.15 \times (\text{ingreso mayor que } \$0)$
50,000	75,000	25	$\$ 7,500 + 0.25 \times (\text{ingreso mayor que } 50,000)$
75,000	100,000	34	$13,750 + 0.34 \times (\text{ingreso mayor que } 75,000)$
100,000	335,000	39 ^a	$22,250 + 0.39 \times (\text{ingreso mayor que } 100,000)$
335,000	10,000,000	34	$113,900 + 0.34 \times (\text{ingreso mayor que } 335,000)$
10,000,000	15,000,000	35	$3,400,000 + 0.35 \times (\text{ingreso mayor que } 10,000,000)$
15,000,000	18,333,333	38 ^b	$5,150,000 + 0.38 \times (\text{ingreso mayor que } 15,000,000)$
18,333,333	—	35	$6,416,667 + 0.35 \times (\text{ingreso mayor que } 18,333,333)$

^aEntre \$100,000 y \$335,000 hay una sobretasa integrada del 5% sobre la tasa del 34 por ciento. El resultado es que las corporaciones con ingreso gravable entre \$335,000 y \$10,000,000 pagan “efectivamente” un tasa fija del 34% en todo su ingreso gravable.

^bEntre \$15,000,000 y \$18,333,333 existe una sobretasa integrada del 3% sobre la tasa del 35 por ciento. El resultado es que las corporaciones con ingresos de más de \$18,333,333 pagan “efectivamente” una tasa fija del 35% sobre todo su ingreso gravable.

La tasa de impuestos —el porcentaje del ingreso gravable que debe pagarse como impuesto— que se aplica a cada nivel de ingreso se conoce como *tasa marginal*. Por ejemplo, cada dólar adicional de ingreso gravable arriba de \$50,000 tiene una tasa marginal del percentil 25 hasta que el ingreso gravable llegue a \$75,000. En ese punto, la nueva tasa marginal se convierte en 34 por ciento. La *tasa promedio de impuestos* para una empresa se mide dividiendo los impuestos que realmente se pagan entre el ingreso gravable. Por ejemplo, una empresa con \$100,000 de ingreso gravable paga \$22,250 de impuestos y, por lo tanto, tiene una tasa promedio de impuestos de $\$22,250/\$100,000$, o 22.25 por ciento. Para las empresas pequeñas (es decir, con ingreso gravable menor que \$335,000), la distinción entre las tasas marginal y promedio puede ser importante. Sin embargo, estas tasas convergen en 34% para las empresas con ingresos gravables entre \$335,000 y \$10 millones y, por último, convergen de nuevo, esta vez en 35%, para las empresas con ingreso gravable mayor que \$18,333,333.

Impuesto mínimo alternativo. A las compañías no les agrada pagar impuestos y aprovecharán todas las deducciones y el crédito que permite la ley. Por esto, el IRS ha diseñado un impuesto especial para asegurar que las compañías grandes que se benefician con las leyes fiscales paguen al menos una cantidad mínima de impuestos. Este impuesto especial se llama *impuesto mínimo alternativo (IMA)*. El impuesto —20% del *ingreso gravable mínimo alternativo (IGMA)*— se aplica sólo cuando el IMA sería mayor que el impuesto calculado normal de la empresa. Para ampliar la base del ingreso gravable, el IGMA se calcula aplicando ajustes a aspectos que antes recibieron algún trato preferencial desde el punto de vista fiscal.

Pagos trimestrales de impuestos. Las corporaciones de tamaño significativo deben hacer pagos trimestrales de impuestos. En particular, las corporaciones con año calendario deben pagar el 25% de sus impuestos estimados en cualquier año dado (antes de o) el 15 de abril, 15 de junio, 15 de septiembre y 15 de diciembre. Cuando el ingreso real difiere del estimado, se hacen ajustes. Una compañía con año calendario como base contable debe entregar el ajuste final a más tardar el 15 de marzo del año siguiente.

Depreciación

La asignación sistemática del costo de un bien de capital en un periodo dado para reportes financieros, fines fiscales o ambos.

Depreciación. La *depreciación* es la asignación sistemática del costo de un bien de capital en un periodo dado para reportes financieros, fines fiscales o ambos. Las deducciones por depreciación en la declaración de impuestos de una empresa se manejan como gastos. Así, la depreciación disminuye el ingreso gravable. Si todo lo demás permanece igual, cuanto mayor sea el cargo por depreciación, menor será el impuesto. Existen varios procedimientos alternativos para depreciar bienes de capital, que

Tabla 2.1

Clases de propiedades según el SMARC

- *Clase de 3 años, 200 por ciento.* Incluye propiedades con un punto medio de vida de 4 años o menos, excepto automóviles y camiones ligeros. Según el sistema de Rango de Depreciación de Activos (RDA), los activos se agrupan en clases y el Departamento del Tesoro determina una norma (punto medio) de vida.
- *Clase de 5 años, 200 por ciento.* Incluye propiedades con un RDA de vida media de más de 4 años o menos de 10 años. También incluye automóviles, camiones ligeros, la mayor parte del equipo tecnológico y de fabricación de semiconductores, equipo de conmutación, instalaciones de pequeña producción de energía, equipo de investigación experimental, equipo médico de alta tecnología, computadoras y ciertos equipos de oficina.
- *Clase de 7 años, 200 por ciento.* Incluye propiedades con RDA de vida media de entre 10 y 16 años, y las estructuras agrícolas para un solo propósito. Además incluye mobiliario de oficina y cualquier otra propiedad para la que la ley no ha especificado una clase.
- *Clase de 10 años, 200 por ciento.* Incluye propiedades con RDA de vida media de entre 16 y 20 años.
- *Clase de 15 años, 150 por ciento.* Incluye propiedades con RDA de vida media de entre 20 y 25 años, como plantas de tratamiento de aguas negras y plantas de distribución telefónica.
- *Clase de 20 años, 150 por ciento.* Incluye propiedades con RDA de vida media de 25 años o más, diferentes a la propiedad descrita a continuación.
- *Clase de 27.5 años, línea recta.* Incluye propiedades residenciales en renta.
- *Clase de 39 años, línea recta.* Incluye otros bienes raíces.

Depreciación lineal (o en línea recta)

Un método de depreciación que asigna gastos de manera equitativa durante la vida depreciable del bien.

Depreciación acelerada Métodos de depreciación que descuentan el costo de un bien de capital con mayor rapidez que la depreciación lineal.

Depreciación de saldo decreciente

Métodos de depreciación mediante un cargo anual basado en un porcentaje fijo del valor en libros depreciado del activo al inicio del año en el que se aplica el cargo por depreciación.

incluyen la **depreciación lineal** (o en línea recta) y varios métodos de **depreciación acelerada**. Los métodos de depreciación elegidos pueden diferir en los reportes fiscales y en los reportes financieros. Casi todas las empresas con ingresos gravables prefieren usar un método de depreciación acelerada en su declaración de impuestos, uno que les permita descontar con rapidez y, con ello, obtener una cifra de ingreso gravable menor.

La Ley de Reforma al Impuesto de 1986 permite a las compañías usar un tipo particular de depreciación para fines fiscales; se conoce como Sistema Modificado Acelerado de Recuperación de Costos (SMARC).⁴ De acuerdo con el SMARC, se asignan maquinaria, equipo y bienes raíces a una de ocho clases con el fin de determinar una vida prescrita, llamada *periodo de recuperación de costos*, y un método de depreciación. La clase de propiedad en la que cae un bien determina su periodo de costo de recuperación o vida prescrita para fines fiscales, una vida que puede diferir de la vida útil o económica. Una descripción general de las clases de propiedad se presenta en la tabla 2.1. (El lector debe consultar más detalles en el código del IRS).

Para ilustrar algunos de los métodos de depreciación, consideremos primero la depreciación lineal. Si el costo de una adquisición de un bien instalado que cae en la clase de cinco años es \$10,000, los cargos por depreciación anuales, utilizando la depreciación lineal, serán \$10,000/5, o \$2,000. (Para propósitos fiscales, el valor de rescate no afecta los cargos de depreciación).

La **depreciación de saldo decreciente**, por otro lado, requiere un cargo anual que es un “porcentaje fijo” del valor neto en libros del bien (costo de adquisición menos depreciación acumulada) al principio del año en que se aplica el cargo por depreciación. Por ejemplo, cuando se usa el *método del doble saldo decreciente (DSD)*, calculamos una tasa dividiendo 1 entre el número de años de vida depreciable del bien. Luego duplicamos esa tasa. (Otros métodos de saldo decreciente usan otros multiplicadores). Con los métodos de saldo decreciente, la fórmula general para determinar la depreciación en cualquier periodo es

$$m(1/n)VNL \tag{2.1}$$

donde *m* es el multiplicador, *n* es la vida depreciable del activo y *VNL* es el valor neto en libros al inicio del año. Para un bien de \$10,000 con vida de cinco años, el cargo por depreciación el primer año usando el método de DSD será

$$2(1/5)\$10,000 = \mathbf{\$4,000}$$

⁴El término “Sistema Modificado Acelerado de Recuperación de Costos” (SMARC) se usa para distinguir las deducciones calculadas bajo las reglas posteriores a 1986 de la deducción prescrita con las reglas antes de 1987 del Sistema Acelerado de Recuperación de Costos (SARC).

En nuestro ejemplo, $2(1/5)$ determina el “porcentaje fijo”, o 40%, que se aplica contra el valor neto en libros decreciente cada año. El cargo por depreciación en el segundo año se basa en el valor neto en libros depreciado de \$6,000. Llegamos a los \$6,000 restando el cargo por depreciación del primer año, \$4,000, del costo de adquisición original del bien. El cargo por depreciación el segundo año sería

$$2(1/5)\$6,000 = \mathbf{\$2,400}$$

El cargo del tercer año sería

$$2(1/5)\$3,600 = \mathbf{\$1,440}$$

y así sucesivamente.

Sistema Modificado Acelerado de Recuperación de Costos. Para las clases de propiedad de 3, 5, 7 y 10 años, se usa el método de depreciación de doble saldo decreciente (también llamado *saldo decreciente del 200%*). Este método cambia después al de depreciación lineal para el resto del valor en libros no depreciado en el primer año, que en el método lineal da una deducción mayor o igual que la del saldo decreciente. Los bienes en las clases de 15 y 20 años se deprecian usando el método de saldo decreciente con 150%, de nuevo cambiando al lineal en el momento óptimo. El método lineal debe usarse para todos los bienes raíces.

Normalmente, debe aplicarse la *convención de medio año* a todos los métodos de saldo decreciente. Esto requiere la depreciación de medio año en el año que se compra el bien, sin importar la fecha de compra. También hay una depreciación de medio año en el año en que el bien se vende o se retira de servicio. Si la propiedad se conserva más tiempo que el periodo de recuperación, se permite una depreciación de medio año el año siguiente al final de ese periodo. Así, los bienes de propiedad de 5 años conservados 6 años o más tienen una depreciación que se extiende a 6 años.

Para ilustrar la clase de 5 años, con 200%, suponga que se adquiere un bien que cuesta \$10,000 en febrero. En nuestro ejemplo, la fórmula de saldo decreciente da $2(1/5) = 40\%$ como porcentaje fijo de depreciación anual. Sin embargo, en el primer año se usa la convención de medio año, de manera que la depreciación del primer año es 20% o \$2,000. En el cuarto año es favorable cambiar a la depreciación lineal. Así, el programa de depreciación es el siguiente:

AÑO	CÁLCULO DE DEPRECIACIÓN	CARGO POR DEPRECIACIÓN	VALOR NETO EN LIBROS (FINAL DEL AÑO)
0	–	–	\$10,000
1	(0.2)\$10,000	\$2,000	8,000
2	(0.4)\$8,000	3,200	4,800
3	(0.4)\$4,800	1,920	2,880
4	\$2,880/2.5 años	1,152	1,728
5	\$2,880/2.5 años	1,152	576
6	(0.5)\$2,880/2.5 años	576	0

Al inicio del cuarto año, el valor neto en libros al final del tercer año se divide entre la vida restante para obtener la depreciación lineal. La vida restante es de 2.5 años, debido a la convención de medio año en el sexto año. Por último, en el sexto año el saldo restante es \$576, o la mitad de la cantidad anual por línea recta.

Tome nota

En lugar de hacer estos cálculos (que como podrá ver, son tediosos), puede usar porcentajes de depreciación del costo original para cada clase de propiedad (véase la tabla 2.1) publicados por el Tesoro de Estados Unidos. Las primeras cuatro categorías aparecen en la siguiente tabla.

AÑO DE RECUPERACIÓN	CLASE DE PROPIEDAD			
	3 AÑOS	5 AÑOS	7 AÑOS	10 AÑOS
1	33.33%	20.00%	14.29%	10.00%
2	44.45	32.00	24.49	18.00
3	14.81	19.20	17.49	14.40
4	7.41	11.52	12.49	11.52
5		11.52	8.93	9.22
6		5.76	8.92	7.37
7			8.93	6.55
8			4.46	6.55
9				6.56
10				6.55
11				3.28
Totales	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

Estos porcentajes corresponden a los principios en los que se basan nuestros cálculos anteriores y se usan para determinar las deducciones por depreciación.

Disposiciones para alivio “temporal” de impuestos. En mayo de 2008 el presidente Bush firmó un decreto de estímulo económico (*Ley de estímulo económico de 2008*) que tiene varias estipulaciones que se supone son sólo “temporales”. Para los estudiantes de finanzas una estipulación es especialmente importante porque puede afectar de manera drástica los pagos de impuestos federales y las decisiones de presupuesto de capital de una compañía. Las estipulaciones cruciales implican una “depreciación extraordinaria”.

De acuerdo con la ley de 2008, los negocios pueden hacer una deducción por depreciación adicional el primer año, conocida como “depreciación extraordinaria”, igual al 50% de la “base (depreciable) ajustada” original —que suele ser el costo instalado total— de la propiedad calificada. La propiedad elegible para este tratamiento incluye la propiedad a la que se aplica la depreciación SMARC con un periodo de recuperación de 20 años o menos. Ciertos tipos de propiedad de abastecimiento de agua, software y mejoras de bienes para arrendar también califican para la depreciación extraordinaria. La propiedad en general debe haberse comprado y puesto en servicio en 2008. La depreciación extraordinaria se puede usar para impuestos normales y para impuestos mínimos alternativos (IMA).

Además, un negocio tiene derecho a la depreciación del primer año “normal”. Sin embargo, la base depreciable para la propiedad y las asignaciones de depreciación normales se ajustan para reflejar las deducciones de depreciación del primer año. Por último, el contribuyente puede elegir entre 50 depreciaciones extraordinarias por clase de bien que están sujetas a la depreciación “normal” en la “base (depreciable) ajustada” original.

EJEMPLO (con 50% de depreciación extraordinaria y suponiendo la convención de medio año):

El 8 de septiembre de 2008, un negocio con año calendario de impuestos compró y puso en servicio un equipo de clase de 5 años con costo de \$100,000. El negocio puede declarar una depreciación del primer año (2008) de \$60,000; es decir, una depreciación extraordinaria de \$50,000 (\$100,000 por 50%) más la depreciación de primer año normal de SMARC calculada con la nueva base ajustada ([$\$100,000$ menos $\$50,000$] por 20%). En el segundo año (2009), la depreciación SMARC sería \$16,000 ([$\$100,000$ menos $\$50,000$] por 32%) y así sucesivamente.

En el ejemplo anterior, el porcentaje de depreciación “efectivo” para el primer año es un gran 60% [($\$50,000$ de depreciación extraordinaria más $\$10,000$ de depreciación normal para el primer año) divididos entre la base original ajustada de $\$100,000$]. En el segundo año la depreciación “efectiva” es 16% [$\$16,000$ divididos entre $\$100,000$], y así sucesivamente.

Tome nota

Como la deducción del 50% por “depreciación extraordinaria” es “temporal” y está programada para expirar al final de 2008, tal vez usted no tenga que hacer una elección de “depreciación extraordinaria” por la Ley de estímulo económico de 2008 en una situación de trabajo real. Por lo tanto, en todos los ejemplos y problemas que impliquen SMARC ignoraremos las estipulaciones de “depreciación extraordinaria”.

Es importante observar, sin embargo, que la depreciación extraordinaria “temporal” puede regresar en el futuro en su vida profesional, de manera que esté preparado. Unos cuantos antecedentes históricos ayudarán a convencerlo. Con la *Ley de creación de empleos y asistencia al trabajador de 2002*, se permitió a los negocios que dedujeran el 30% por depreciación extraordinaria “temporal”. El siguiente año la *Ley de reconciliación de alivio al impuesto para empleos y crecimiento* de 2003 aumentó la depreciación extraordinaria del 30 al 50% también de manera “temporal” (expiró al final de 2004). Para aprender más sobre la ley de 2002, visite web.utk.edu/~jwachowi/hr3090.html. Encontrará más información sobre la ley de 2003 en web.utk.edu/~jwachowi/hr2.html. Por último, hay información adicional de la ley de 2008 en web.utk.edu/~jwachowi/hr5140.html.

Gasto de interés contra dividendos pagados. El interés pagado sobre una deuda corporativa importante se maneja como un gasto y es deducible de impuestos. No obstante, los dividendos pagados a los accionistas preferenciales u ordinarios no son deducibles de impuestos. Entonces, para una compañía con rendimiento alto que paga impuestos, el uso de la deuda (por ejemplo, los bonos) en su mezcla financiera da como resultado una ventaja de impuestos significativa con respecto al uso de acciones ordinarias o preferenciales. Dada una tasa marginal de impuestos del 35%, una empresa que paga \$1 de interés baja 35 centavos a su cuenta de impuestos debido a su posibilidad de deducir el \$1 de interés del ingreso gravable. El costo después de impuestos de \$1 de interés para esta empresa es en realidad de sólo 65 centavos [$\$1 \times (1 - \text{tasa de impuestos})$]. Por otro lado, el costo después de impuestos de \$1 de dividendos pagados por la empresa sigue siendo \$1, ya que no hay ventaja fiscal aquí. Por lo tanto, hay ventajas asociadas con el uso de financiamiento mediante deuda que simplemente no existen con el financiamiento mediante acciones ordinarias o preferenciales.

Dividendos en efectivo Distribución en efectivo de las ganancias a los accionistas, generalmente en forma trimestral.

Ingreso por dividendos. Una corporación puede tener acciones en otra compañía. Si recibe **dividendos en efectivo** sobre esas acciones, normalmente el 70% de los dividendos están exentos de impuestos.⁵ Las leyes fiscales permiten este alivio tributario para las compañías (no los individuos) para ayudar a reducir los efectos de la imposición múltiple sobre las mismas utilidades. El 30% restante se grava a la misma tasa que el ingreso de la corporación. Una empresa que recibe \$10,000 en dividendos paga impuestos sólo sobre \$3,000 de su ingreso. A una tasa de impuestos marginal del 35%, los impuestos sumarían \$1,050, en comparación con \$3,500 si todo el ingreso por dividendos se manejara como ingreso gravable.

Traslado retroactivo y al futuro. Si una corporación sostiene una pérdida operativa neta, en general esta pérdida se puede trasladar 2 años hacia atrás y hasta 20 años adelante para compensar el ingreso gravable en esos años.⁶ Cualquier pérdida trasladada al pasado primero debe aplicarse dos años antes. Si una empresa sostiene una pérdida operativa de \$400,000 en 2008, primero la trasladaría a 2006. Si la compañía tuvo en ese año una utilidad neta de \$400,000 y pagó impuestos por \$136,000,

⁵No obstante, para que cualquier ingreso por dividendos esté exento de impuestos, la corporación debe haber poseído las acciones por lo menos durante 45 días. Pero si una corporación es dueña del 20% o más de las acciones de otra corporación, el 80% de cualesquiera dividendos recibidos están exentos de impuestos. Además, si una corporación es dueña del 80% o más de las acciones de otra empresa, puede entregar una declaración de impuestos consolidada. De esta manera, los fondos transferidos entre las dos entidades en general no se consideran dividendos para fines fiscales, y no se pagan impuestos sobre tales transferencias.

⁶Una corporación tiene la opción de renunciar a la aplicación retroactiva de las pérdidas y simplemente llevar la pérdida a 20 años. Por ejemplo, una corporación puede elegir renunciar a la aplicación retroactiva si anticipa un incremento significativo en las tasas de impuestos en el futuro.

volvería a calcular sus impuestos de 2006 para mostrar una ganancia de cero para fines fiscales. En consecuencia, la compañía sería elegible para un reembolso de impuestos de \$136,000. Si la pérdida operativa de 2008 fuera mayor que las utilidades operativas de 2006, el residuo se trasladaría a 2007 y los impuestos se calcularían de nuevo para ese año. Sin embargo, si la pérdida operativa neta fuera mayor que el ingreso operativo neto en ambos años, el residuo se trasladaría al futuro en secuencia para fines fiscales de 2009 a 2028. Las ganancias en cada uno de estos años se reducirían para fines fiscales en la misma cantidad que la pérdida no considerada trasladada hacia delante. Esta característica de las leyes fiscales está diseñada para evitar penalizar a compañías que tienen un ingreso sumamente fluctuante.

Ganancias (pérdidas) de capital La cantidad en la que el resultado de una venta de un bien de capital excede (o es menor que) el costo original del bien.

Ganancias y pérdidas de capital. Cuando un bien de capital (según lo define el IRS) se vende, se incurre en una **ganancia o pérdida de capital**. Con frecuencia en la historia de las leyes fiscales ha habido un trato diferente para el ingreso por ganancias de capital y el ingreso operativo; las ganancias de capital se manejan de manera más favorable. No obstante, según la *Ley de reconciliación del ingreso de 1993*, las ganancias de capital se gravan a la tasa ordinaria de impuesto sobre la renta para las corporaciones, o a un máximo del 35 por ciento. Las pérdidas de capital son deducibles sólo contra las ganancias de capital.

● ● ● Impuestos personales

El tema de los impuestos personales es sumamente complejo, pero nuestra mayor preocupación son los impuestos de los individuos que poseen un negocio: propietarios, socios, miembros de CRL y accionistas. Cualquier ingreso reportado por un solo propietario, sociedad o CRL estructurada apropiadamente se convierte en un ingreso del dueño(s) y se grava a la tasa personal. Para individuos, existen actualmente seis niveles de impuestos progresivos: 10, 15, 25, 28, 33 y 35 por ciento. Las tasas de impuestos marginales se aplican hasta ciertos niveles de ingreso gravable, que varían dependiendo del estado civil del individuo, es decir, si es soltero, casado con declaración conjunta, casado con declaraciones separadas o jefe de una casa. Incluso dentro de la categoría en que se reporta, los niveles de ingreso gravable que disparan la tasa de ingreso marginal en general varían de un año a otro porque están indexados para tomar en cuenta la inflación. También existen deducciones estándar y exenciones personales que permiten a quienes tienen un ingreso muy bajo no pagar impuestos.

Interés, dividendos y ganancias de capital. Para el individuo, el interés recibido de valores corporativos y del Tesoro es completamente gravable a nivel federal. (El interés sobre valores del Tesoro no es gravable a nivel estatal). Sin embargo, el interés recibido sobre la mayoría de los valores municipales está exento de impuestos federales. El interés gravable está sujeto a las tasas ordinarias sobre la renta. Las tasas de impuestos actuales para dividendos y ganancias de capital máximos y para la mayoría de los dividendos en efectivo recibidos (pero no todos) y las ganancias de capital netas obtenidas son ambas del 15% para los contribuyentes que califican.

Subcapítulo S. El subcapítulo S del Código del IRS permite a los dueños de pequeñas corporaciones elegir un gravamen como una *corporación S*. Al tomar esta opción, la compañía puede usar la forma de organización corporativa, pero se le gravará como si fuera una sociedad. Así, los dueños pueden aprovechar las ventajas legales extendidas de las corporaciones, pero evitando las desventajas de los impuestos que podrían resultar. Simplemente declaran las ganancias corporativas como ingreso personal de acuerdo con una tasa proporcional y pagan el impuesto adecuado sobre este ingreso. Este manejo elimina los impuestos dobles que suelen asociarse con el ingreso por dividendos; es decir, los dividendos que la corporación paga a partir del ingreso después de impuestos y los accionistas que pagan impuestos sobre el ingreso por dividendos que reciben. Además, los accionistas activos en el negocio pueden deducir las pérdidas operativas según una tasa proporcional contra su ingreso personal.

Como se vio antes, una compañía de responsabilidad limitada (CRL) ofrece beneficios similares a los de una corporación S, pero con menos limitaciones (por ejemplo, no hay restricción en cuanto al número y tipo de dueños). Muchos predicen que la forma de negocios CRL crecerá en número hasta sobrepasar al de las corporaciones S.

El entorno financiero

Mercados financieros Todas las instituciones y procedimientos para reunir a compradores y vendedores de instrumentos financieros.

En diferentes grados, todos los negocios operan dentro del sistema financiero, que consiste en diversas instituciones y mercados que sirven a las empresas de negocios, los individuos y los gobiernos. Cuando una empresa invierte fondos inactivos temporalmente en valores negociables, tiene contacto directo con los **mercados financieros**. Y algo más importante: la mayoría de las empresas usan los mercados financieros para ayudar a financiar sus inversiones en bienes. En el análisis final, el precio de mercado de los valores de una compañía es la prueba de si ésta es un éxito o un fracaso. Mientras que las empresas de negocios compiten entre sí en los mercados de productos, deben interactuar continuamente con los mercados financieros. Debido a la importancia de este entorno para el administrador financiero, al igual que para el individuo como consumidor de los servicios financieros, esta sección se dedica a explorar el sistema financiero y el entorno siempre cambiante en el que se reúne el capital.

● ● ● Propósito de los mercados financieros

Los activos financieros existen en una economía porque los ahorros de varios individuos, corporaciones y gobiernos durante un periodo difieren de sus inversiones en bienes raíces o inmuebles. Por bienes raíces entendemos cosas como casas, edificios, equipo, inventarios y bienes duraderos. Si los ahorros igualaran a las inversiones en bienes raíces para todas las unidades económicas en una economía en todos los periodos, no habría financiamiento externo, bienes financieros ni mercados de capital o de dinero. Cada unidad económica sería autosuficiente. Los gastos actuales y las inversiones en bienes raíces se pagarían con el ingreso actual. Un bien financiero se crea sólo cuando la inversión de una unidad económica en bienes raíces excede sus ahorros, y financia este exceso pidiendo prestado o emitiendo acciones. Por supuesto, otra unidad económica debe estar dispuesta a prestar. Esta interacción de deudores y prestamistas determina las tasas de interés. En la economía completa, las unidades con superávit de ahorros (aquellas cuyos ahorros exceden su inversión en bienes raíces) proporcionan fondos a las unidades con déficit de ahorros (aquellas cuyas inversiones en bienes raíces exceden sus ahorros). Este intercambio de fondos se manifiesta por los instrumentos de inversión o los valores, que representan bienes financieros para los propietarios y obligaciones financieras para quienes los emiten.

El propósito de los mercados financieros en una economía es asignar ahorros de manera eficiente a los usuarios finales. Si esas unidades económicas que ahorraron fueran las mismas que las que se comprometieron en la formación de capital, una economía prosperaría sin los mercados financieros. Pero en las economías modernas, la mayoría de las corporaciones no financieras usan más que sus ahorros totales para invertir en bienes raíces. La mayoría de los hogares, por otra parte, tienen ahorros totales mayores que su inversión total. La eficiencia implica reunir al inversionista final en bienes raíces y al ahorrador final al menor costo posible.

Mercado de dinero El mercado de valores de deuda a corto plazo (menos de un año del periodo de vencimiento original) corporativa y gubernamental. Incluye también valores del gobierno emitidos originalmente con vencimiento de más de un año, pero que ahora vencen en un año o menos.

● ● ● Mercados financieros

Los mercados financieros no son tanto lugares físicos como mecanismos para canalizar los ahorros hacia los inversionistas finales en bienes raíces. La figura 2.1 ilustra el papel de los mercados financieros y las instituciones financieras al mover los fondos del sector de ahorro (unidades con superávit de ahorro) al sector de inversión (unidades con déficit de ahorro). En la figura también podemos observar la posición prominente que tienen ciertas instituciones financieras en la canalización del flujo de fondos en la economía. El *mercado secundario*, los *intermediarios financieros* y los *agentes financieros* son las instituciones clave que mejoran los flujos de fondos. Estudiaremos sus papeles únicos conforme avancemos en esta sección.

Dinero y mercados de capital. Los mercados financieros se pueden dividir en dos clases: el mercado de dinero y el mercado de capital. El **mercado de dinero** se dedica a la compra y venta de valores de deuda corporativa y gubernamental a corto plazo (menos de un año de periodo de vencimiento

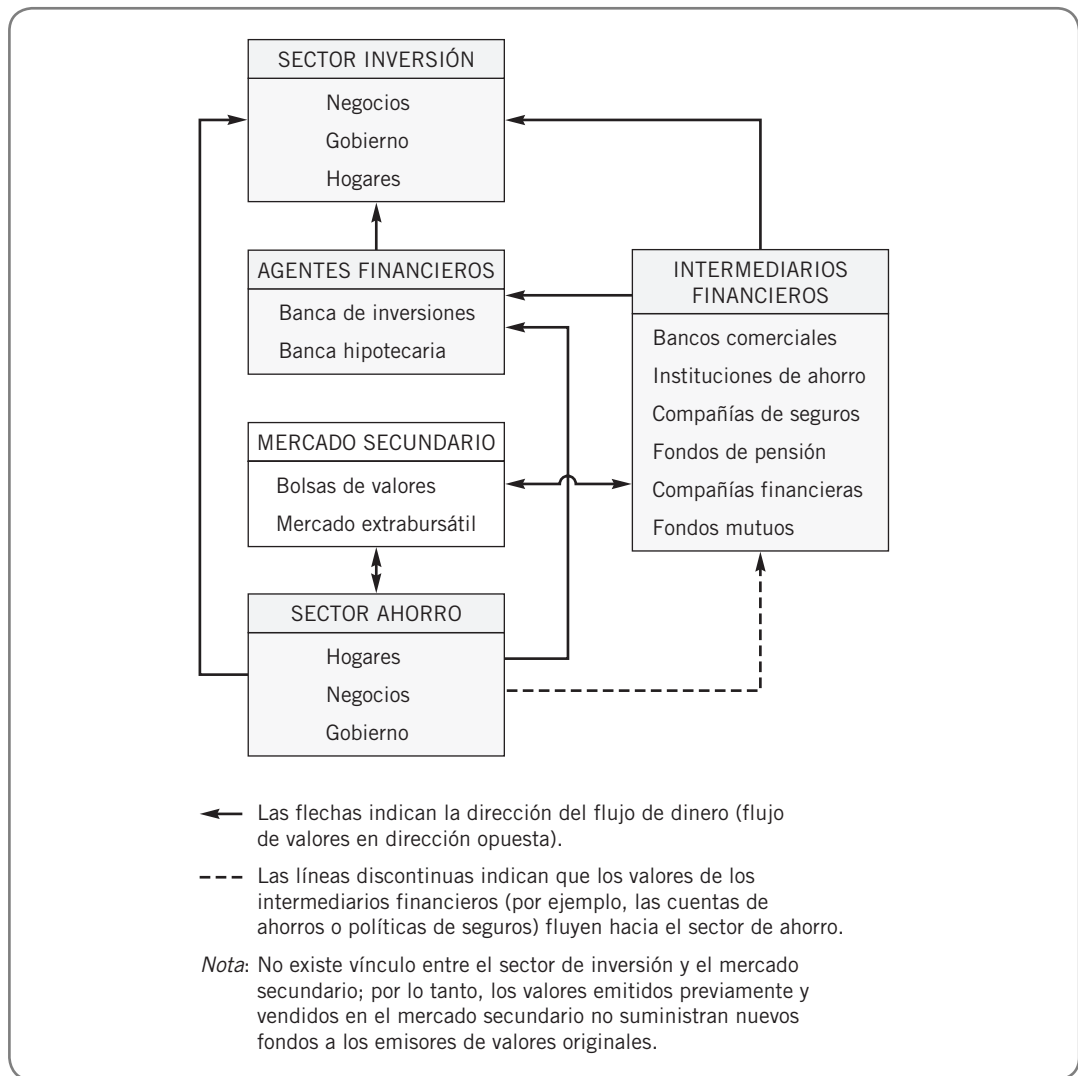


Figura 2.1

Flujo de fondos en la economía y mecanismo que proporcionan los mercados financieros para canalizar ahorros hacia los inversionistas finales en bienes raíces

Mercado de capital

El mercado para instrumentos financieros (como bonos y acciones) a un plazo relativamente largo (más de un año de vencimiento original).

Mercado primario

Mercado en el que se compran o se venden valores por primera vez (mercado de “nuevas emisiones”).

Mercado secundario

Mercado para los valores existentes (usados), no los nuevos.

original). El **mercado de capital**, por otra parte, maneja deuda a plazos relativamente largos (más de un año de vencimiento original) e instrumentos financieros (como bonos y acciones). Esta sección da atención especial al mercado de valores a largo plazo: el mercado de capital. El mercado de dinero y los valores que forman la esencia de su existencia se cubrirá en la parte 4 de este libro.

Mercados primario y secundario. Dentro de los mercados de capital y de dinero existen mercados primario y secundario. Un **mercado primario** es un mercado de “nuevas emisiones”. Aquí los fondos reunidos mediante la venta de nuevos valores fluyen de los ahorradores finales a los inversionistas finales en la forma de bienes raíces. En un **mercado secundario**, los valores existentes se compran y se venden. Las transacciones de estos valores ya existentes *no* proporcionan fondos adicionales para financiar inversiones de capital. (*Nota:* En la figura 2.1 no hay una línea directa que conecte el mercado secundario con el sector de inversión). Se puede hacer una analogía con el mercado de automóviles. La venta de autos nuevos aporta efectivo a los fabricantes; la venta en el mercado de autos usados no lo hace. En el sentido real, un mercado secundario es un “lote de autos usados” para los valores.

La existencia de lotes de autos usados facilita a las personas considerar la compra de un auto nuevo porque tienen un mecanismo a la mano para vender el auto cuando ya no lo quieran. De manera parecida, la existencia de un mercado secundario alienta a individuos e instituciones a comprar

nuevos valores. Cuando hay un mercado secundario viable, un comprador de valores financieros logra bursatilidad. Si el comprador necesita vender un valor en el futuro, podrá hacerlo. Así, la existencia de un mercado secundario fuerte mejora la eficiencia del mercado primario.

● ● ● Intermediarios financieros

Intermediarios financieros

Instituciones financieras que aceptan dinero de los ahorradores y usan los fondos para hacer préstamos y otras inversiones financieras en su propio nombre. Incluyen bancos comerciales, instituciones de ahorro, compañías de seguros, fondos de pensión, compañías de finanzas y fondos mutuos.

El flujo de fondos de los ahorradores a los inversionistas en bienes raíces puede ser directo; si hay intermediarios financieros en una economía, el flujo también puede ser indirecto. Los **intermediarios financieros** consisten en instituciones financieras, como bancos comerciales, instituciones de ahorro, compañías de seguros, fondos de pensión, compañías financieras y fondos mutuos. Estos intermediarios se interponen entre el comprador final y los prestamistas transformando la demanda directa en demanda indirecta. Los intermediarios financieros compran *valores directos* (o *primarios*) y, a la vez, emiten sus propios *valores indirectos* (o *secundarios*) para el público. Por ejemplo, el valor directo que compra una asociación de ahorros y préstamos es una hipoteca; la demanda indirecta emitida es una cuenta de ahorros o un certificado de depósito. Una compañía de seguros de vida, por otro lado, compra bonos corporativos, entre otros instrumentos, y emite pólizas de seguros de vida.

La *intermediación financiera* es el proceso en el que los ahorradores depositan fondos con intermediarios financieros (en vez de comprar directamente acciones y bonos) y dejan que éstos los presten al inversionista final. Solemos pensar que la intermediación financiera hace los mercados más eficientes al bajar el costo y/o la inconveniencia para los consumidores de servicios financieros.

Entre los diferentes intermediarios financieros, algunas instituciones invierten mucho más en valores de empresas de negocios que otras. Ahora nos centraremos en esas instituciones implicadas en la compra y venta de valores.

Instituciones de depósito. Los *bancos comerciales* son la fuente más importante de fondos para las empresas de negocios en general. Los bancos adquieren depósitos a la vista (cheques) y tiempo (ahorros) de individuos, compañías y gobiernos, a la vez que hacen préstamos e inversiones. Entre los préstamos hechos a empresas de negocios se cuentan los préstamos a corto plazo, a plazo intermedio de hasta cinco años y los préstamos hipotecarios. Además de realizar las funciones de la banca, los bancos comerciales inciden en las empresas de negocios a través de sus departamentos fideicomiso que invierten en bonos y acciones corporativos. También hacen préstamos hipotecarios a las compañías y administran fondos de pensión.

Otras instituciones de depósito incluyen *asociaciones de ahorros y préstamos*, *bancos de ahorro mutuos* y *uniones de crédito*. Estas instituciones tienen que ver principalmente con individuos, adquieren sus ahorros y hacen préstamos para consumo y para comprar casas.

Compañías de seguros. Hay dos tipos de compañías de seguros: compañías de bienes y accidentes, y compañías de seguros de vida. Su negocio es recolectar pagos periódicos de los asegurados a cambio de proporcionar pagos completos en caso de que ocurran eventos, generalmente adversos. Con los fondos recibidos en el pago de primas, las compañías de seguros guardan reservas. Estas reservas y una parte del capital de las aseguradoras se invierten en bienes financieros.

Las *compañías de bienes y accidentes* aseguran contra incendios, robos, accidentes automovilísticos y eventos desagradables similares. Como estas compañías pagan impuestos a la tasa corporativa completa, hacen fuertes inversiones en bonos municipales, que ofrecen ingresos exentos de impuestos. En un grado menor también invierten en valores y acciones corporativos.

Las *compañías de seguros de vida* aseguran contra la pérdida de la vida. Puesto que la mortalidad de un grupo grande de individuos es altamente predecible, estas compañías pueden invertir en valores a largo plazo. Además, el ingreso de estas instituciones está parcialmente exento de impuestos sobre las reservas reunidas en el tiempo. Por lo tanto, buscan inversiones gravables con rendimientos más altos que los bonos municipales exentos de impuestos. Como resultado, las compañías de seguros de vida invierten grandes cantidades en bonos corporativos. Además son importantes las hipotecas, algunas de las cuales se otorgan a las empresas.

Otros intermediarios financieros. Los *fondos de pensión* y otros *fondos para el retiro* se han establecido para suministrar ingresos a los individuos cuando se retiren. Durante sus vidas de trabajo, es común que los empleados contribuyan a estos fondos al igual que los empleadores. Los fondos invierten estas contribuciones y luego pagan las cantidades acumuladas periódicamente a los trabajadores retirados o convienen en anualidades. En la fase de acumulación, el dinero pagado a un fondo no es gravable. Cuando se pagan prestaciones a un fondo de retiro, los impuestos los paga quien las recibe. Los bancos comerciales, mediante sus departamentos de fideicomiso y sus compañías de seguros, ofrecen fondos de pensión, al igual que lo hacen el gobierno federal, los gobiernos estatales y otras organizaciones no aseguradoras. En virtud de la naturaleza de largo plazo de sus obligaciones, los fondos de pensión pueden invertir en valores de plazos mayores. Como resultado, invierten bastante en valores y acciones corporativas. De hecho, los fondos son los mayores inversionistas institucionales que participan solos en acciones corporativas.

Los *fondos de inversión mutuos* también hacen fuertes inversiones en valores y acciones corporativas. Estos fondos aceptan dinero con el que contribuyen los individuos y lo invierten en tipos específicos de bienes financieros. El fondo mutuo está vinculado con una compañía administrativa a la que el fondo paga una cuota (con frecuencia el 0.5% del total de bienes por año) por la administración profesional de las inversiones. Cada individuo es dueño de un porcentaje específico del fondo mutuo, que depende de la inversión original de ese individuo. Los participantes pueden vender sus acciones en cualquier momento, ya que el fondo mutuo debe redimirlas. Aunque muchos fondos mutuos invierten sólo en acciones comunes, otros se especializan en valores corporativos, en los instrumentos de mercado de dinero, incluyendo documentos comerciales emitidos por corporaciones, o en certificados municipales. Los distintos fondos de inversión tienen diferentes filosofías, que van de invertir por el ingreso y la seguridad hasta la búsqueda más agresiva de crecimiento. En todos los casos, el individuo obtiene un portafolio diversificado, administrado por profesionales. Por desgracia, no hay evidencia de que tal administración dé como resultado un desempeño superior de forma consistente.

Las *compañías financieras* hacen préstamos en pagos al consumidor, préstamos personales y préstamos con garantía a empresas de negocios. Estas compañías reúnen capital con emisiones de acciones al igual que préstamos, algunos de los cuales son a largo plazo, pero la mayoría provienen de bancos comerciales. A su vez, las compañías financieras hacen préstamos.

● ● ● Agentes financieros

Ciertas instituciones financieras realizan una función de correduría necesaria. Cuando los agentes reúnen a las partes que necesitan fondos con las que tienen ahorros, no están realizando una función de préstamo directa, sino que actúan como intermediarios.

La **banca de inversión** es intermediaria implicada en la venta de acciones y valores corporativos. Cuando una compañía decide reunir fondos, una banca de inversión con frecuencia comprará la emisión (al mayoreo) y luego dará media vuelta y la venderá a los inversionistas (al menudeo). Puesto que la banca de inversión está en el negocio constante de buscar correspondencia entre usuarios de fondos y proveedores, pueden vender las emisiones con mayor eficiencia que las compañías emisoras. Los banqueros reciben cuotas en la forma de la diferencia entre las cantidades recibidas de la venta de valores al público y las cantidades pagadas a las compañías. Hablaremos más acerca del papel de la banca de inversión en la parte 7, cuando consideremos el financiamiento a largo plazo.

La **banca hipotecaria** está dedicada a adquirir y colocar hipotecas. Estas hipotecas provienen directamente de individuos y negocios o, con mayor frecuencia, de los constructores y los agentes de bienes raíces. A su vez, la banca hipotecaria localiza inversionistas institucionales o de otro tipo para las hipotecas. Aunque la banca hipotecaria no suele conservar las hipotecas en sus propios portafolios durante mucho tiempo, suele dar el servicio de hipoteca para el inversionista final. Esto incluye recibir los pagos y dar seguimiento a las morosidades. Este servicio se les paga.

Banca de inversión
Institución financiera que suscribe (compra a un precio fijado en una fecha dada) nuevos valores para su reventa.

Banca hipotecaria
Institución financiera que origina (compra) hipotecas primordialmente para reventa.

● ● ● Mercado secundario

Las diferentes bolsas de valores y mercados facilitan el funcionamiento tranquilo del sistema financiero. Las compras y ventas de los bienes financieros existentes tienen lugar en el *mercado secundario*. Las transacciones en este mercado no aumentan la cantidad total de bienes financieros en circulación, pero la presencia de un mercado secundario viable aumenta la liquidez de los bienes financieros y, por ende, mejora el mercado primario o directo de valores. En este sentido, las *bolsas de valores organizadas*, como la Bolsa de Nueva York y la American Stock Exchange proporcionan un medio en el que las órdenes de comprar y vender se pueden hacer corresponder con eficiencia. En esta correspondencia, las fuerzas de la oferta y la demanda determinan el precio.

Además, el *mercado extrabursátil* sirve como parte del mercado secundario para acciones y bonos fuera de la lista de la bolsa al igual que para ciertos valores en la lista. Se compone de agentes y negociantes que están listos para comprar y vender valores a los precios cotizados. La mayoría de los valores corporativos y un número creciente de acciones se comercian de manera extrabursátil y no en una bolsa organizada. El mercado extrabursátil está ahora altamente mecanizado, con participantes vinculados por una red de telecomunicaciones. No se reúnen en un lugar como lo haría una bolsa. La National Association of Securities Dealers Automated Quotation Service (NASDAQ) mantiene esta red donde la cotización de precios es instantánea. Antes se consideraba un asunto de prestigio, y una necesidad en muchos casos, que una compañía pusiera en la lista de una bolsa importante sus acciones, pero la era electrónica ha cambiado eso. Muchas compañías ahora prefieren comerciar sus acciones en el mercado extrabursátil, a pesar de que califiquen para el listado, porque sienten que ahí obtienen una ejecución muy buena, incluso mejor, de sus instrucciones de compra y venta.

Aunque existen algunas otras instituciones financieras, hemos visto sólo las que interactúan con las empresas. Al avanzar en el material del libro nos familiarizaremos con muchas de las instituciones estudiadas. El propósito aquí fue sólo presentarlas brevemente; las explicaciones más amplias vendrán después.

Pregunte al arlequín



The Motley Fool
Para educar, divertir y enriquecer™

The Motley Fool (el arlequín), en www.fool.com es el sitio principal en el mundo para educación sobre inversiones. Su misión es “educar, divertir y enriquecer”. Los hermanos cofundadores David y Tom Gardner han escrito varios libros que son best-sellers, y el Fool también tiene una columna semanal con distribución nacional (que aparece en más de 150 periódicos) y un programa de radio (que sale al aire en más de 100 regiones).

De vez en cuando, Motley Fool compartirá algunas preguntas que ha contestado en su columna o en el sitio de Internet. La siguiente es una de ellas.

P ¿Qué son las acciones emitidas en el mercado extrabursátil?

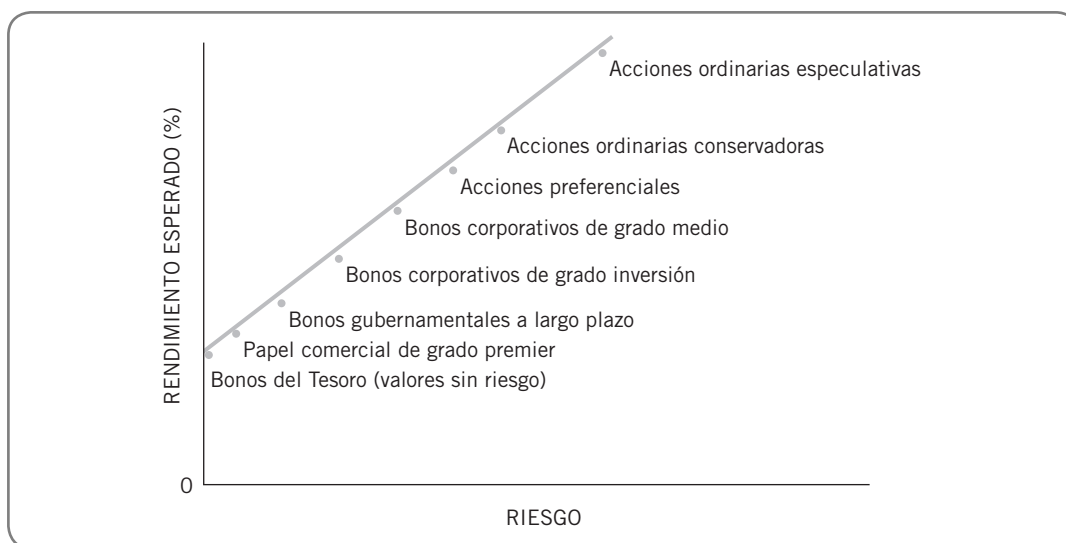
R Para el comercio extrabursátil hoy en día sería más adecuado el término “comercio por computadora”. Hace mucho tiempo, para comprar o vender acciones que no se comerciaban en bolsa, usted tenía que llamar a su corredor y hacer la transacción por teléfono, un sistema no muy eficiente. Después, en 1971, se estableció Nasdaq, que ofreció un sistema automatizado. De pronto, resultaba mucho más sencillo obtener el mejor precio en la transacción, y la actividad comercial se podía monitorear.

Las acciones listadas en las bolsas se comercian en persona en un lugar, en “el piso”. Todas las demás son acciones extrabursátiles, comerciadas electrónicamente vía una red de agentes en todo el país. El mercado de Nasdaq es el principal sistema extrabursátil en Estados Unidos, con una lista de más de 5,500 compañías. Comprende un rango de empresas, desde nuevas y poco conocidas hasta colosales como Microsoft e Intel. Miles de otras empresas más oscuras que no cumplen con los requerimientos de Nasdaq comercian por separado, con frecuencia con sus precios cotizados sólo una vez al día, en “hojas rosas”. A menudo existe poca información disponible de ellas y muchas tienen acciones que valen centavos.

Fuente: The Motley Fool (www.fool.com). Reproducido con permiso de The Motley Fool.

Figura 2.2

Perfil de riesgo contra rendimiento esperado para valores que muestran el mayor riesgo de un valor dado, el rendimiento esperado más alto



● ● ● Asignación de fondos y tasas de interés

La asignación de fondos en una economía ocurre tomando como base primordial el precio, expresado en términos del rendimiento esperado. Las unidades económicas que necesitan fondos deben mejorar las ofertas de otros para usarlos. Aunque el proceso de asignación se ve afectado por el racionamiento de capital, las restricciones del gobierno y las restricciones institucionales, el rendimiento esperado constituye el mecanismo principal mediante el cual la oferta y la demanda se equilibran para un instrumento financiero específico en todos los mercados financieros. Si el riesgo se mantiene constante, las unidades económicas dispuestas a pagar el rendimiento esperado más alto son las que tienen derecho a usar los fondos. Si las personas son racionales, las unidades económicas que puján por los precios más altos tendrán las oportunidades de inversión más prometedoras. Como resultado, los ahorros tenderán a asignarse a los usos más eficientes.

Es importante reconocer que el proceso mediante el cual se asignan ahorros en una economía ocurre no sólo tomando en cuenta el rendimiento esperado, sino también el riesgo. Diferentes instrumentos financieros tienen diferentes grados de riesgo. Para competir por los fondos, estos instrumentos deben proporcionar diferentes rendimientos esperados. La figura 2.2 ilustra la idea de “compensación” impuesta por el mercado entre el riesgo y el rendimiento de los valores, esto es, a mayor riesgo de un valor, mayor rendimiento esperado debe ofrecerse al inversionista. Si todos los valores tuvieran exactamente las mismas características de riesgo, darían el mismo rendimiento si los mercados estuvieran en equilibrio. No obstante, debido a las diferencias en el riesgo por incumplimiento, burSATILIDAD, vencimiento, gravamen y opciones integradas, diferentes instrumentos presentan distintos rendimientos esperados para el inversionista.

Incumplimiento

Significa fallar en cumplir los términos del contrato, como pagar los intereses o el capital de un préstamo solicitado.

Riesgo de incumplimiento. Cuando hablamos de riesgo de **incumplimiento**, nos referimos al peligro de que el prestatario no cumpla sus pagos del principal o del interés. Los inversionistas demandan una prima de riesgo (rendimiento esperado adicional) para invertir en valores que tienen riesgo de incumplimiento. Cuanto mayor es la posibilidad de que el prestatario no cumpla, mayor es el riesgo por incumplimiento y la prima demandada por el mercado. Como los bonos del Tesoro suelen verse como libres de riesgo, el riesgo y el rendimiento se juzgan en relación con ellos. A mayor riesgo de incumplimiento de un emisor de valores, mayor el rendimiento esperado del valor, cuando todo lo demás se mantiene igual.⁷

Para el inversionista típico, el riesgo de incumplimiento no se juzga directamente, sino en términos de las calificaciones de calidad asignadas por las agencias calificadoras principales, Moody’s Investors

⁷Encontrará un análisis más extenso de la influencia del riesgo de incumplimiento sobre los rendimientos, al igual que de los distintos estudios empíricos realizados, en Van Horne, *Financial Market Rates and Flows*, capítulo 8. Este libro presenta también un examen detallado de otros atributos importantes de los valores que afectan el rendimiento esperado.

Tabla 2.2

Calificaciones de agencias de inversión

MOODY'S INVESTOR SERVICE		STANDARD & POOR'S	
Aaa	Mejor calidad	AAA	Calificación más alta
Aa	Alta calidad	AA	Calificación alta
A	Calificación media alta	A	Calificación media alta
Baa	Calificación media	BBB	Calificación media
<hr/>			
Ba	Posee elementos especulativos	BB	Especulativa
B	En general carece de la característica de inversión deseable	B	Muy especulativa
Caa	Deficiente; puede estar en incumplimiento	CCC-CC	Especulación absoluta
Ca	Altamente especulativa; con frecuencia en incumplimiento	C	Petición de bancarrota
C	Calificación más baja	D	En incumplimiento de pago

Nota: Las primeras cuatro categorías indican valores con “calificación de inversión de calidad”; las categorías que aparecen debajo de la línea punteada se reservan para valores con calificación más baja para invertir.

Service y Standard & Poor's. Estas agencias de inversión asignan y publican calificaciones con letras para el uso de los inversionistas. En sus calificaciones intentan clasificar las emisiones con el fin de reflejar la probabilidad de incumplimiento. Las calificaciones usadas por las dos agencias se muestran en la tabla 2.2. Los valores con clasificación más alta, juzgados con riesgo mínimo de incumplimiento, se califican con triple A.

Las calificaciones en las cuatro categorías altas (Aaa hasta Baa para Moody's y AAA hasta BBB para Poor's) se consideran con “grado de inversión”. Este término lo usan las agencias regulatorias para identificar valores que son elegibles para inversión por parte de instituciones financieras como bancos comerciales y compañías de seguros. Los valores calificados por debajo de esas cuatro categorías se conocen como de “grado especulativo”. Debido a la demanda institucional limitada de estas acciones y su riesgo más alto, deben ofrecer rendimientos considerablemente más altos que los valores con grado de inversión.

Bursatilidad (o liquidez) La capacidad de vender un volumen significativo de valores en un periodo corto en el mercado secundario sin una concesión importante en el precio.

Vencimiento La vida del valor; el tiempo antes de que la cantidad principal de un valor se venza.

Estructura del plazo de tasas de interés La relación entre el rendimiento y el vencimiento de los valores que *difieren sólo en la duración (o plazo) hasta el vencimiento*.

Curva de rentabilidad Una gráfica de la relación entre el rendimiento y el plazo para el vencimiento de un valor particular.

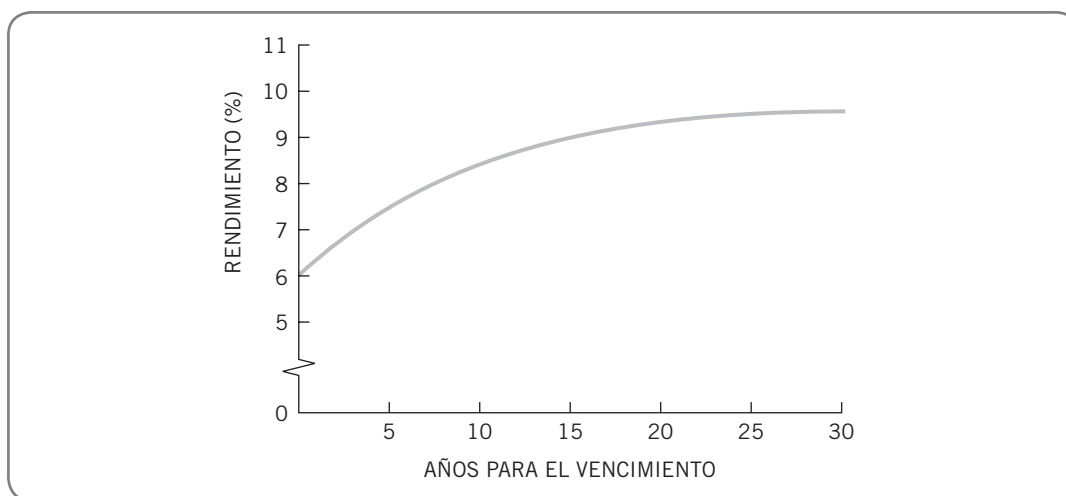
Bursatilidad. La **bursatilidad (o liquidez)** de un valor se relaciona con la capacidad del poseedor de convertirlo en efectivo. Existen dos dimensiones de la bursatilidad: el precio alcanzado y la cantidad de tiempo requerido para vender el bien. Las dos se relacionan en que con frecuencia es posible vender un bien en un periodo corto si se hace suficiente concesión en el precio. Para instrumentos financieros, la bursatilidad se juzga en relación con la capacidad de vender un volumen significativo de valores en un periodo corto sin hacer una concesión significativa en el precio. Cuanto más comerciable es el valor, mayor es la capacidad de ejecutar una gran transacción cerca del precio cotizado. En general, cuanto menor es la bursatilidad de un valor, mayor rendimiento es necesario para atraer a los inversionistas. Por lo tanto, el diferencial de rendimiento entre los distintos valores con el mismo periodo de vencimiento no es sólo el resultado de las diferencias en el riesgo de incumplimiento, sino también de las diferencias en la bursatilidad.

Vencimiento. Los valores con más o menos el mismo riesgo, que tienen bursatilidad similar y no tienen diferentes implicaciones fiscales, pueden comercializarse con diferentes rendimientos. ¿Por qué? El “tiempo” es la respuesta. El **vencimiento** de un valor con frecuencia puede tener un efecto poderoso sobre el rendimiento esperado o rédito. La relación entre el rendimiento y el vencimiento para los valores que *difieren sólo en la duración (o plazo) hasta el vencimiento* se llama **estructura del plazo de tasas de interés**. La representación gráfica de esta relación en un momento en el tiempo se llama **curva de rentabilidad**. Un ejemplo de la relación rentabilidad-vencimiento para los bonos del Tesoro libres de riesgo se muestra en la figura 2.3. El vencimiento se grafica en el eje horizontal y la rentabilidad en el vertical. Se obtiene una línea, o curva de rentabilidad, ajustada a las observaciones.

El patrón de rentabilidad que se observa con más frecuencia es la **curva de rentabilidad positiva** (con pendiente hacia arriba), donde los rendimientos a corto plazo son menores que los de largo plazo. La mayoría de los economistas atribuyen la tendencia positiva de las curvas de rentabilidad a la presencia de riesgo para quienes invierten en valores a largo plazo, en contraste con los de corto plazo. En general, cuanto más prolongado sea el periodo de vencimiento, mayor será el riesgo de

Figura 2.3

Ejemplo de curva de rentabilidad positiva de los bonos del Tesoro



fluctuación en su valor de mercado. En consecuencia, debe ofrecerse a los inversionistas primas de riesgo para inducirlos a invertir en valores a largo plazo. Sólo cuando se espera que las tasas de interés bajen de manera significativa, estarán dispuestos a invertir en valores de largo plazo que dan menos rendimiento que los valores de corto y mediano plazos.

Carácter gravable. Otro factor que afecta las diferencias observadas en el rendimiento del mercado es el efecto diferencial de los impuestos. El impuesto más importante, y el único que consideraremos, es el impuesto sobre la renta. El ingreso por intereses en todas las categorías de valores menos una es gravable para los inversionistas sujetos a gravamen. El ingreso por intereses de los valores del gobierno local y estatal está exento de impuestos. Por lo tanto, las emisiones del gobierno se venden en el mercado con rendimiento más bajo hasta el vencimiento que los valores del Tesoro y las corporaciones con el mismo plazo. Para las corporaciones localizadas en estados con impuestos, el ingreso por interés de los valores del Tesoro está exento de los impuestos estatales. Entonces estos instrumentos pueden tener una ventaja sobre los instrumentos de deuda emitidos por las corporaciones o los bancos porque el interés que pagan es completamente gravable a nivel estatal. Con las leyes actuales, las ganancias de capital que surgen de la venta de cualquier valor con una utilidad se gravan a las tasas de impuestos ordinarias para las corporaciones, o al porcentaje máximo del 35 por ciento.

Características de opciones. Otra consideración es si un valor contiene alguna característica de opción, como un privilegio de conversión o garantías, que al ejercerla permita al inversionista obtener acciones ordinarias. Otras opciones son la de compra que permite a la compañía pagar con antelación su deuda, y la estipulación de fondo de amortización que permite a la compañía retirar los bonos periódicamente con pagos en efectivo o su compra en el mercado secundario. Si los inversionistas reciben opciones, la compañía emisora debe estar en condiciones de obtener el préstamo a un costo de interés más bajo. A la inversa, si la compañía emisora recibe una opción, como la de compra, debe compensarse a los inversionistas con un rendimiento más alto. El principio de valuación detrás de las opciones es complicado. El capítulo 22 cubre estos principios con detalle.

Inflación. Además de los factores anteriores que afectan el rendimiento de un valor respecto al de otro, las expectativas de **inflación** tienen una influencia sustancial sobre las tasas de interés globales. Es un acuerdo general que la tasa de interés nominal (observada) sobre un valor comprende una prima por inflación. Cuanto mayor sea la inflación esperada, más alto será el rendimiento nominal sobre el valor; y cuanto menor sea la inflación esperada, menor será el rendimiento nominal. Hace muchos años Irving Fisher expresó la tasa nominal de interés sobre un bono como la suma de la tasa real de interés (es decir, la tasa de interés en ausencia de cambio en el nivel de precios) y la tasa *esperada* de cambio en el precio que ocurriría en la vida del instrumento.⁸ Si la tasa real anual de interés en

Inflación Alza en el nivel promedio de los precios de bienes y servicios.

⁸*Appreciation and Interest* (Nueva York: Macmillan, 1996).

la economía era del 4% para valores de bajo riesgo y *se esperaba* una inflación del 6% en los siguientes 10 años, esto implicaría un rendimiento del 10% para 10 años en bonos de grado alto. (*Nota:* Es la tasa de inflación esperada, y no la tasa de inflación observada o reportada, la que se suma a la tasa real de interés). Esto establece meramente que los prestamistas requieren una tasa de interés nominal suficientemente alta para ganar la tasa real de interés después de compensar la disminución *esperada* en el poder de compra del dinero ocasionada por la inflación.

Comportamiento de los rendimientos de valores corporativos. Las diferencias en riesgo por incumplimiento, bursatilidad, vencimiento, carácter gravable y características de opciones afectan el rendimiento de un valor en relación con otro en *un punto del tiempo*. Además, el rendimiento de los valores en sí mismo (y, por ende, el costo de los fondos para las empresas de negocios) variará *con el tiempo*. Las fluctuaciones en la oferta y las presiones de demanda en los mercados financieros, así como los cambios en las expectativas de inflación, ayudan a explicar esta variabilidad en los rendimientos.

Puntos clave de aprendizaje

- Las cuatro formas de organización de negocios son *propietario único, sociedad, corporación y compañía de responsabilidad limitada (CRL)*.
- La corporación ha surgido como la forma organizacional más importante debido a ciertas ventajas que tiene sobre otras formas de organización. Estas ventajas incluyen responsabilidad limitada, fácil transferencia de la propiedad, vida ilimitada y la capacidad para reunir grandes sumas de capital.
- La mayoría de las empresas con ingreso gravable prefieren usar un *método de depreciación acelerada* en su declaración de impuestos para disminuir su carga fiscal. Una empresa rentable en cuanto al reporte financiero puede, de hecho, mostrar pérdidas con fines fiscales.
- El interés pagado por las corporaciones se considera un gasto deducible de impuestos; sin embargo, los dividendos pagados no son deducibles de impuestos.
- Los bienes financieros (valores) existen en una economía porque la inversión de una unidad económica en bienes raíces (como edificios y equipo) muchas veces difiere de sus ahorros. En la economía completa, el superávit de ahorros (aquél cuyos ahorros exceden su inversión en bienes raíces) proporciona fondos para las unidades con déficit de ahorros (aquéllas cuyas inversiones en bienes raíces exceden sus ahorros). Este intercambio de fondos se manifiesta en los instrumentos de inversión, o valores, que representan bienes financieros para los dueños y obligaciones financieras para los emisores.
- El propósito de los mercados financieros en una economía es asignar ahorros a los usuarios finales de manera eficiente.
- Los *intermediarios financieros* ayudan a que los mercados financieros sean más eficientes. Los intermediarios están entre los compradores finales y los prestamistas transformando demandas directas en demandas indirectas. Los intermediarios financieros compran *valores directos* (o *primarios*) y, a la vez, emiten sus propios *valores indirectos* (o *secundarios*) para el público.
- Los agentes financieros, como la *banca de inversión* y la *banca hipotecaria*, reúnen a las partes que necesitan fondos con las que tienen ahorros. Estos agentes no realizan una función de préstamos directos, sino que actúan como mediadores.
- Los mercados financieros se pueden dividir en dos clases: el mercado de dinero y mercado de capital. El *mercado de dinero* se dedica a la compra y venta de valores del gobierno a corto plazo y de deuda corporativa. El *mercado de capital* maneja la deuda a plazo relativamente largo y los instrumentos financieros.
- Dentro de los mercados de dinero y capital existen los mercados primario y secundario. Un *mercado primario* es el mercado de “nuevas emisiones”, y el *mercado secundario* es el de “emisiones usadas”.
- El *mercado secundario* de valores a largo plazo, que comprende los *intercambios organizados* y el *mercado extra-bursátil*, aumenta la liquidez (bursatilidad) de los bienes financieros y, con ello, mejora el *mercado primario* para valores a largo plazo.
- La asignación de ahorros en una economía ocurre primordialmente con base en el rendimiento esperado y el riesgo.
- Las diferencias en el riesgo de incumplimiento, bursatilidad, vencimiento, carácter gravable y características de opciones afectan el rendimiento de un valor con respecto al de otros *en un punto en el tiempo*. Las fluctuaciones en la oferta y las presiones de la demanda en los mercados financieros, al igual que las expectativas siempre cambiantes de inflación, ayudan a explicar la variabilidad en los rendimientos *en el tiempo*.



Preguntas

1. ¿Cuál es la actividad principal de la forma corporativa de organización? Analice la importancia de esta ventaja para el dueño de un pequeño restaurante familiar. Analice la importancia de esta ventaja para un empresario acaudalado que posee varios negocios.
2. ¿En qué se diferencia un socio limitado en una empresa de un accionista, suponiendo el mismo porcentaje de propiedad?
3. ¿Cuáles son algunas desventajas de a) un propietario único, b) una sociedad, c) una compañía de responsabilidad limitada?
4. ¿Qué tipo de corporación se beneficia con el impuesto sobre la renta?
5. En general, ¿cuáles son los principios en los que se basa el Sistema Modificado Acelerado de Recuperación de Costos (SMARC)?
6. El interés sobre los valores de Tesoro no es gravable a nivel estatal, mientras que el interés en valores municipales no es gravable a nivel federal. ¿Cuál es la razón de esta característica?
7. ¿Las tasas de impuestos individuales son progresivas o regresivas en el sentido de que aumentan o disminuyen con los niveles de ingresos?
8. Si las ganancias de capital fueran gravadas a una tasa más baja que el ingreso ordinario, como se ha hecho en el pasado, ¿a qué tipos de inversiones favorecerían?
9. El método de depreciación no altera la cantidad total deducida del ingreso durante la vida de un bien. ¿Qué sí la altera y por qué es importante?
10. Si los dueños de una nueva corporación son pocos en número, ¿tiene sentido para fines fiscales convertirse en una corporación S? Explique.
11. Las leyes fiscales se han vuelto extraordinariamente complejas. Además, existe poca justificación teórica o moral para tener un número sustancial de incentivos fiscales (resquicios legales). ¿Por qué y cómo se crean estos incentivos? En su opinión, ¿existe un indicio de que estos incentivos serán eliminados?
12. ¿Cuál es el propósito de las cláusulas de *aplicación retroactiva* y *acarreo al futuro* en las leyes fiscales?
13. ¿Cuál es el propósito de los mercados financieros? ¿Cómo puede este propósito lograrse de manera eficiente?
14. Analice las funciones de los intermediarios financieros.
15. Varios factores dan lugar a las diferentes tasas de interés o rendimientos que se observan para los distintos tipos de instrumentos de deuda. ¿Cuáles son esos factores?
16. ¿Qué significa hacer más eficientes a los mercados financieros? ¿Y más completos?
17. ¿Cuál es el propósito de las bolsas de valores como la Bolsa de Nueva York?
18. En general, ¿cuál sería el efecto probable de los siguientes sucesos en el mercado de dinero y el mercado de capital?
 - a) La tasa de ahorros de los individuos en el país disminuye.
 - b) Las personas aumentan sus ahorros en las asociaciones de ahorro y préstamos y disminuyen sus ahorros en los bancos.
 - c) El gobierno grava las ganancias de capital a la tasa ordinaria de impuestos sobre la renta.
 - d) Se registra una inflación no anticipada de magnitud sustancial y los niveles de precios se elevan con rapidez.
 - e) Las instituciones de ahorro y los prestamistas aumentan los cargos por transacción para las cuentas de ahorro y los préstamos.
19. Elija un intermediario financiero con el que esté familiarizado y explique su papel económico. ¿Hace más eficiente al mercado financiero?
20. ¿Cuál es la distinción entre el mercado de dinero y el mercado de capital? Esta distinción, ¿es real o artificial?
21. ¿Cómo afectan los costos de las transacciones el flujo de los fondos y la eficiencia de los mercados financieros?
22. ¿Cuáles son las fuentes principales de financiamiento externo de las empresas?
23. Además de los intermediarios financieros, ¿qué otras instituciones y acuerdos facilitan el flujo de fondos desde y hacia las empresas?



Problemas para autoevaluación

1. John Henry tiene un pequeño negocio de limpieza de casas que actualmente es de propiedad única. El negocio tiene nueve empleados, ventas anuales de \$480,000, pasivos totales de \$90,000 y bienes totales por \$236,000. Incluido el negocio, Henry tiene un valor neto personal de \$467,000 y pasivos fuera del negocio por \$42,000, representados por una hipoteca sobre su casa. Le gustaría dar a uno de sus empleados, Tori Kobayashi, un interés participativo en el negocio. Henry está considerando la forma de sociedad o la forma corporativa, donde daría a Kobayashi algunas acciones. Kobayashi tiene un valor personal neto de \$36,000.
 - a) ¿Cuál es el grado de riesgo de Henry como propietario único en caso de una demanda fuerte (digamos de \$600,000)?
 - b) ¿Cuánto está expuesto en una forma de sociedad? ¿Los socios comparten el riesgo?
 - c) ¿Cuánto está expuesto con la forma corporativa?
2. Bernstein Tractor Company acaba de invertir en un nuevo equipo que cuesta \$16,000. El equipo está en la clase de propiedad de 5 años para fines de recuperación de costo (depreciación). ¿Qué cargos por depreciación puede hacer por el bien en cada uno de los siguientes seis años?
3. Wallopalooza Financial, Inc. piensa que puede ser “intermediario” en el mercado hipotecario. Actualmente, los deudores pagan el 7% sobre una hipoteca con tasa ajustable. La tasa de interés de depósito necesaria para atraer fondos para prestar es del 3%, también ajustable a las condiciones del mercado. Los gastos administrativos de Wallopalooza, incluyendo los costos de información, son \$2 millones por año en un negocio base de \$100 millones en préstamos.
 - a) ¿Qué tasa de interés sobre préstamos hipotecarios y sobre depósitos recomendaría para obtener clientes?
 - b) Si atrae \$100 millones en préstamos y una cantidad igual de depósitos con una tasa para hipotecas del 6.5% y una tasa de interés sobre depósitos del 3.5%, ¿cuál sería la utilidad anual antes de impuestos de Wallopalooza en el nuevo negocio? (Suponga que las tasas de interés no cambian).
4. Suponga que los bonos del Tesoro a 91 días actualmente dan el 6% al vencimiento y que los bonos del Tesoro a 25 años dan el 7.25 por ciento. López Pharmaceutical Company recientemente emitió bonos de 25 años que dan el 9% al vencimiento.
 - a) Si el rendimiento de los bonos del Tesoro se toma como una tasa a corto plazo, sin riesgo, ¿qué prima en el rendimiento se requiere para el riesgo de incumplimiento y la bursatilidad más baja asociada con los bonos de López?
 - b) ¿Qué prima en rendimiento mayor que la tasa a corto plazo, sin riesgo, es atribuible al periodo de vencimiento?



Problemas

1. Zaharias-Liras Wholesalers, una sociedad, debe \$418,000 a varias compañías de envíos. Armand Zaharias tiene un valor personal neto de \$1,346,000, que incluye un interés participativo de \$140,00 en la sociedad. Nick Liras tiene un valor personal neto de \$893,000, que incluye el mismo interés participativo que su socio. Los socios han mantenido sólo una base participativa moderada de \$280,000 en el negocio, y han sacado las utilidades como retiros de los socios. Ellos quieren limitar su exposición al riesgo y están considerando la forma corporativa.
 - a) ¿Cuál es ahora su pasivo para el negocio? ¿Cuál sería con la forma corporativa?
 - b) ¿Estarán los acreedores más o menos dispuestos a conceder créditos con un cambio en la forma de organización?
2. Loann Le Milling Company va a comprar un nuevo equipo de pruebas en \$28,000 y una máquina nueva en \$53,000. El equipo está en la clase de propiedad de 3 años, y la máquina en la clase de 5 años. ¿Qué depreciación anual podrá reportar para los dos nuevos bienes?

3. Tripex Consolidated Industries es dueña de \$1.5 millones en bonos de 12% de Solow Electronics. Además, posee 100,000 acciones preferenciales de Solow, que constituyen el 10% de todas las acciones preferenciales de Solow. Durante el año pasado, Solow pagó el interés estipulado sobre sus bonos y dividendos de \$3 por cada acción preferencial. La tasa de impuesto marginal de Tripex es del 34 por ciento. ¿Qué impuestos debe pagar Tripex sobre el ingreso de este interés y los dividendos?
4. La compañía Castle Cork fue fundada en 20X1 y tuvo el siguiente ingreso gravable hasta 20X5:

20X1	20X2	20X3	20X4	20X5
\$0	\$35,000	\$68,000	-\$120,000	\$52,000

Calcule el impuesto sobre el ingreso corporativo o el reembolso de impuestos cada año, suponiendo las tasas de impuestos estudiadas en este capítulo.

5. La compañía Loquat Foods puede pedir prestado a una tasa de interés del 9% por un año. Para ese año, los participantes en el mercado esperan un 4% de inflación.
 - a) ¿Qué tasa de rendimiento real espera el prestamista? ¿Cuál es la prima de inflación integrada en esta tasa de interés nominal?
 - b) Si la inflación resulta del 2% en el año, ¿sufrirá el prestamista? ¿El prestatario? ¿Por qué?
 - c) Si la inflación es del 6%, ¿quién gana o pierde?
6. De un periódico financiero de un lunes reciente, recolecte información sobre rendimientos para un bono del Tesoro a largo plazo, un bono de una empresa de servicio público (tal vez de calidad AA), bonos municipales como los descritos en el índice de bonos municipales, otros bonos del Tesoro y pagarés comerciales. (Esta información aparece en la última página del *Wall Street Journal* en la sección de mercado de valores, la sección de tasas de mercado de dinero y la sección de emisiones del Tesoro). ¿Qué razones puede dar para que haya diferencias en los rendimientos de estos distintos instrumentos?



Soluciones a los problemas para autoevaluación

1.
 - a) Henry tiene todos los pasivos, de libros y contingentes. Si perdiera la demanda, perdería sus bienes netos, que representan un valor neto de \$467,000. Sin la demanda, todavía tiene pasivos por \$90,000 si por alguna razón el negocio no puede pagar.
 - b) Todavía puede perder todos sus bienes netos porque el valor neto de Kobayashi es insuficiente para hacer mella en la demanda: $\$600,000 - \$36,000 = \$564,000$. Como los dos socios tienen valores netos con una diferencia sustancial, no comparten el riesgo por igual. Henry tiene mucho más que perder.
 - c) En la forma corporativa, puede perder el negocio, pero eso es todo. El valor neto del negocio es $\$263,000 - \$90,000 = \$173,000$ y esto representa el interés financiero personal de Henry en el negocio. El resto de su valor neto, $\$467,000 - \$173,000 = \$294,000$ estaría protegido en la forma corporativa.
2. Cargos por depreciación para el equipo:

AÑO	PORCENTAJE	CANTIDAD
1	20.00%	\$ 3,200.00
2	32.00	5,120.00
3	19.20	3,072.00
4	11.52	1,843.20
5	11.52	1,843.20
6	5.76	921.60
Total		\$16,000.00

3. a) Con \$2 millones de gastos por \$100 millones en préstamos, los costos administrativos son del 2 por ciento. Por lo tanto, nada más para el punto de equilibrio, la empresa debe establecer tasas de manera que exista (al menos) un 2% de diferencia entre la tasa de interés sobre los depósitos y la tasa hipotecaria. Además, las condiciones del mercado dictan que 3% es el piso para la tasa sobre depósitos y 7% es el techo para la tasa hipotecaria. Suponga que Wallopalooza desea incrementar la tasa de depósito actual y bajar la tasa hipotecaria actual en cantidades iguales y obtener un rendimiento del 1% antes de impuestos. Entonces ofrecería una tasa para los depósitos del 3.5% y una tasa hipotecaria del 6.5 por ciento. Por supuesto, hay otras respuestas que dependen de sus suposiciones de ganancias.
- b) La ganancia antes de impuestos del 1% sobre \$100 millones en préstamos es igual a **\$1 millón**.
4. a) La prima atribuible al riesgo de incumplimiento y a una bursatilidad baja es $9\% - 7.25\% = 1.75\%$.
- b) La prima atribuible al periodo de vencimiento es $7.25\% - 6\% = 1.25\%$. En este caso, el riesgo por incumplimiento se mantiene constante, y la bursatilidad en su mayor parte, también se mantiene constante.

Referencias seleccionadas

- Fabozzi, Frank J. y Franco Modigliani. *Capital Markets: Institutions and Instruments*, 2a ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 1995.
- Fleischman, Gary M. y Jeffrey J. Bryant. "C Corporation, LLC, or Sole Proprietorship: What Form is Best for Your Business?". *Management Accounting Quarterly* 1 (primavera, 2000), 14-21.
- Kidwell, David S., David Blackwell, David Whidbee y Richard Peterson. *Financial Institutions, Markets, and Money*, 9a ed. Hoboken, NJ: Wiley, 2006.
- Rose, Peter y Milton Marquis. *Money and Capital Markets: Financial Institutions in a Global Marketplace*, 9a ed. Nueva York: McGraw-Hill/Irwin, 2006.
- Van Horne, James C. "Of Financial Innovations and Excesses". *Journal of Finance* 40 (julio, 1985).
- _____. *Financial Market Rates and Flows*, 6a ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2001.
- La parte I del sitio Web del libro, *Wachowicz's Web World*, contiene vínculos a muchas páginas de finanzas y artículos en línea relacionados con los temas cubiertos en este capítulo. (web.utk.edu/~jwachowi/wacho_world.html)

Valor del dinero en el tiempo

Contenido

- La tasa de interés
- Interés simple
- Interés compuesto
 - Cantidades únicas • Anualidades • Flujos mixtos
- Capitalización más de una vez al año
 - Periodos de capitalización semestrales y otros • Capitalización continua • Tasa de interés anual efectiva
- Amortización de un préstamo
- Tabla de resumen de fórmulas clave de interés compuesto
- Puntos clave de aprendizaje
- Preguntas
- Problemas para autoevaluación
- Problemas
- Soluciones a los problemas para autoevaluación
- Referencias seleccionadas

Objetivos

Después de estudiar el capítulo 3, usted será capaz de:

- Comprender qué significa “el valor del dinero en el tiempo”.
- Comprender la relación entre valor presente y futuro.
- Describir cómo se puede usar el interés para ajustar el valor de los flujos de efectivo —hacia delante y hacia atrás— a un solo punto en el tiempo.
- Calcular el valor presente y futuro de: *a*) una cantidad invertida hoy, *b*) una serie de flujos iguales (una anualidad) y *c*) una serie de flujos mixtos.
- Distinguir entre una “anualidad ordinaria” y una “anualidad que se debe”.
- Usar tablas de factores de interés y comprender que proporcionan un atajo para calcular el valor presente y futuro.
- Usar tablas de factores de interés para encontrar una tasa de interés desconocida o una tasa de crecimiento cuando se conocen el número de periodos y los valores presente y futuro.
- Elaborar un “programa de amortización” para préstamos a plazos.