

REGINO BANEGAS OCHOVO

*Profesor Titular de la Facultad de Ciencias Jurídicas y
Sociales. Universidad de Castilla-La Mancha.*

ACCÉSIT PREMIO ESTUDIOS FINANCIEROS 1996

Sumario:

- I. Introducción.
- II. La estructura financiera.
 - 1. Fuentes de fondos financieros de acuerdo con el Plan.
 - 2. Aspectos relevantes del sistema financiero.
- III. Concepto del coste de capital.

- IV. Cálculo del coste de capital: criterio interno.
 - 1. Coste explícito de la estructura financiera.
 - 2. Coste implícito de la estructura financiera.

- V. Fondos ajenos.
 - 1. Terminología de la deuda.
 - 2. Adecuación de los recursos ajenos para el cálculo del coste financiero.
 - 3. Crédito de Financiación.
 - 4. El Crédito de Funcionamiento.
 - 5. Crédito bancario.

- VI. Efecto del Impuesto de Sociedades.

- VII. Los fondos propios.
 - 1. Capital social.
 - 2. Reservas y otras fuentes asimiladas.

- VIII. Coste de capital o de la estructura financiera acumulada al cierre del ejercicio económico.

- IX. Análisis comparativo entre la rentabilidad económica y el coste de capital.

- X. Cálculo del coste de capital: criterio externo.

Bibliografía.

I. INTRODUCCIÓN

El objetivo planteado a la hora de elaborar este tema ha sido el de realizar un estudio de las distintas fases por las que debe atravesar el analista de la información ofrecida en los estados contables para, de este modo, identificar una serie de cuestiones o aspectos clave en la determinación del coste de la estructura financiera, que deben ser necesariamente considerados en el análisis de la situación empresarial, derivada de la gestión económico-financiera realizada.

La gestión financiera se ha desarrollado con los avatares de las nuevas teorías monetarias de hoy en día, resultando imprescindible, en las empresas, conciliar la lógica de la decisión productiva y comercial, e incluso social, con la de financiación clásicamente asentada sobre los conceptos de riqueza y renta, y, como consecuencia, incluye el análisis del dinero dentro de la teoría del capital o de la riqueza, donde aquél o, en sentido más amplio, los fondos de financiación son proclamados como el «combustible» de la actividad empresarial, ocupando un lugar privilegiado para su nacimiento, desarrollo, crecimiento, autonomía y supervivencia, siendo, por tanto, una condición esencial del éxito tener constantemente a la vista la situación financiera de la empresa (1).

En una economía de mercado, basada en el intercambio, es a través de la utilización del instrumento monetario como se manifiestan las relaciones entre los diferentes agentes económicos (2). De manera que, para poseer un capital, así como para producir y participar en el intercambio, la empresa tiene necesidad de contar con medios monetarios, puesto que su funcionamiento y desarrollo están íntimamente ligados a que pueda satisfacerse su demanda de dinero (3). Además, como

(1) FAYOL, H.: *Administración Industrial y General*. Ediciones Orbis. Barcelona, 1985. Pág. 8.

(2) DOLZ, M. y RIBERA SANZ, J.: *El Balance*. Editorial de Vecchi. Barcelona, 1990. Pág. 10.

(3) CONSO, P.: *La Gestión Financiera de la Empresa*. Tomo I. Quinta edición totalmente renovada. Hispano Europea. Barcelona, 1984. Pág. 13.

indica Moisés GARCÍA (4): «En el sistema económico moderno el intercambio de mercancías se instrumenta no sólo mediante el dinero legal, sino también mediante las R/C-D (Relaciones Crédito-Débito) que le sustituyen temporalmente».

Así, el dinero o crédito suministrado a la empresa se convierte en equipo, materiales, etc., dotando a la misma de medios económicos (5). Esto es, para tales inversiones, las empresas toman dinero a préstamo o de los propietarios en el momento fundacional y mediante la emisión de nuevas acciones o a través de la retención de la totalidad o parte de los beneficios obtenidos, suponiendo estas fuentes de fondos disponibles, para las empresas, distintos niveles de exposición al riesgo, pues la proporción de dichos recursos va a determinar, en gran medida, la capacidad de respuesta ante el cumplimiento de las obligaciones de pago de las mismas en períodos de contracción de la actividad, pues si no son capaces de hacer frente a los compromisos adquiridos, de manera regular, no cabe duda que su esperanza de continuidad en la actividad económica es reducida (6).

Financiar una empresa, por tanto, es suministrarle capitales (propios y ajenos) para abarcar y satisfacer las necesidades de inversión que requiere su explotación económica. Ahora bien, el capital es un bien gratuito y por eso los prestamistas y los accionistas o socios esperan una satisfacción o rentabilidad financiera de su inversión en una determinada empresa (7). Es decir, la disposición de capitales comporta la retribución de quienes los han aportado o prestado, por lo que resulta evidente que la dirección financiera debe ser consciente y tener muy presente estos costes, de tal forma que los recursos obtenidos deben ser aplicados a un proceso económico de producción y venta que dé lugar a un excedente de explotación superior al coste de éstos, para así asegurar la viabilidad de su empresa a medio y largo plazo (8).

La importancia de los fondos de financiación y su adecuada composición en el ámbito empresarial es relevante, por cuanto el problema del endeudamiento, para la empresa, no consiste únicamente en alcanzar una proporción óptima que minimice los costes, sino también en conservar un nivel suficiente de tesorería que mantenga estable la actividad a lo largo del tiempo (9), o sea, que todas las materializaciones o variaciones de fondos estén sometidos al doble principio de rentabilidad y liquidez.

-
- (4) GARCÍA GARCÍA, M.: *Contabilidad Social. Del Sistema de la Circulación Económica a los Modelos de Cuentas Nacionales*. Instituto de Planificación Contable. Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1980. Pág. 368.
 - (5) GOXENS ORENSANZ, M.A. y GOXENS DUCH, A.: *Financiación y Contabilidad de Sociedades*. PPU. Barcelona, 1990. Pág. 95.
 - (6) DAVIES, D.: *The Art of Managing Finance: A Guide for Non-financial Managers*. McGraw-Hill Book Company (UK) Limited. Londres, 1989. Pág. 165.
 - (7) MOTT, G.: *Investment Appraisal. A guide to profit planning*. Pan Books Ltd. Londres, 1989. Pág. 107.
 - (8) PÉREZ-CARBALLO A. y J. y VELA SASTRE, E.: *Principios de Gestión Financiera de la Empresa*. Alianza Editorial. Madrid, 1989. Pág. 331.
 - (9) ANSON LAPEÑA, J.A. y COSTA TODA, A.: «El Coste de Capital: Aproximación a un Sistema de Estimación de Costes en la Empresa». *Técnica Contable*. Núm. 546. Junio, 1994. Pág. 405.

La previsión de liquidez debe poner de relieve la necesidad de fondos, cómo deben conseguirse, durante cuánto tiempo y en qué cuantía, incumbiendo a la dirección financiera la responsabilidad de allegar la financiación en las condiciones más favorables sin poner en peligro la futura viabilidad económica de la empresa (10).

A estos efectos, el coste de capital se puede emplear con tres significados distintos (11), derivados, al menos, de tres razones de cierta relevancia, que ponen de manifiesto la importancia de conocer esta magnitud:

La primera razón viene derivada de la necesidad de su conocimiento para tomar decisiones de selección de inversiones, significándose como el umbral mínimo de rentabilidad que debe proporcionar la inversión para contribuir a la generación de riqueza para los accionistas. Por tanto, el coste de capital se puede emplear como un criterio para las decisiones de inversión.

La segunda está relacionada con la selección de fuentes de financiación, pues ésta, la financiación, al ser parte integrante de la ciencia económica se revela, al igual que la inversión, como un proceso de elección entre alternativas, lo que implica proceder a una evaluación de las fuentes de menor coste en un horizonte temporal de vida, empleándose, por tanto, el coste de capital como un criterio para las decisiones de financiación.

La tercera razón se halla vinculada con las decisiones de inversión y financiación, pues el coste de capital se muestra útil para establecer cuál es la combinación de fuentes financieras más adecuada para realizar las inversiones, significándose como un enlace entre ambos tipos de decisiones.

Desde esta óptica, el coste de capital de una empresa se convierte en una medida de la eficiencia con que se gestiona la estructura financiera, pues uno de los objetivos fundamentales de la alta dirección es la maximización del valor de la empresa, lo que implica la minimización del coste de los factores, incluido el del capital financiero.

Por ello, desde la perspectiva contable, y a nivel de estructuras contables, se impone la necesidad del análisis del coste de capital o de la estructura financiera o inversión financiera para obtener cómo se financia la inversión y, por tanto, la «incidencia y punto de enlace entre el análisis financiero y el económico, al considerar cuál es la repercusión del coste de la estructura financiera estable en el fin económico de rentabilidad de la empresa» (12). Éste es el obje-

(10) HARTLEY, W.C.F.: *Cash: Planning, Forecasting and Control*. Business Books Limited. Londres, 1988. Pág. 124.

(11) HALEY, C.W. y SCHALL, L.D.: «Problems with the Concept of the Cost of Capital». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, diciembre 1978. Págs. 846-869.

(12) RIVERO TORRE, P.: *Análisis de Balances y Estados Complementarios*. Pirámide. Quinta edición, corregida y actualizada. Madrid, 1991. Pág. 169.

to fundamental del desarrollo de este tema, dado que su total planteamiento, la búsqueda de soluciones operativas y tratamiento de las aportaciones más notables sobre el particular, se saldría del contenido y alcance que queremos darle.

No cabe duda que la cuestión que subyace a este respecto es que el cálculo debe llevarse a efecto mediante la obtención de una tasa que será diferente en virtud de la fuente de financiación de que se trate, para posteriormente calcular una única tasa para todas las fuentes de financiación que la empresa está utilizando, resultante del agregado del coste medio ponderado de éstas, que permita su comparación con la rentabilidad económica obtenida en el mismo período objeto de análisis. De este modo, comenzaremos con el análisis de la estructura financiera, para proceder a continuación al estudio del cálculo del coste de capital y, por último, plantear la comparación entre la rentabilidad económica y el coste de capital.

II. LA ESTRUCTURA FINANCIERA

El análisis comparativo en el tiempo de cómo se ha financiado una empresa nos indicará con cierta frecuencia que no se emplearon las fuentes de financiación idóneas y, aunque teorías no muy lejanas han pretendido restar toda trascendencia a la manera en que ésta financia sus inversiones, es evidente que la problemática financiera resulta notablemente amplia y se muestra como una de las vertientes más importantes e interesantes de la gestión empresarial, constituyendo el coste de capital uno de los temas más debatidos y problemáticos de la literatura contable y sobre todo financiera.

1. Fuentes de fondos financieros de acuerdo con el Plan.

La estructura financiera, normalmente, suele definirse como la composición de las distintas fuentes de financiación puestas a disposición por la empresa en un determinado momento. Tales fuentes de financiación para una empresa en funcionamiento son múltiples y diversas, y los diferentes contratos, acuerdos y disposiciones pueden acoplarse de una manera específica casi a cualquier conjunto de circunstancias concebible (13), constituyendo el origen y la composición de los fondos que han sido materializados en el activo (inversión) y que, en un balance de situación, figuran con la denominación genérica de PASIVO.

(13) HELFERT, Erich A.: *Técnicas de Análisis Financieros*. Editorial Labor. Barcelona, 1976. Pág. 159.

NÚMERO CUENTA	PASIVO	E. N-1	E. N
	A) FONDOS PROPIOS		
10	I. Capital suscrito		
110	II. Prima de emisión		
111	III. Reserva de revalorización		
	IV. Reservas		
112	1. Reserva legal		
115	2. Reservas para acciones propias		
114	3. Reservas para acciones de la sociedad dominante		
116	4. Reservas estatutarias		
113-7-8	5. Otras reservas		
	V. Resultados de ejercicios anteriores		
120	1. Remanente		
(121)	2. Resultados negativos de ejercicios anteriores		
122	3. Aportaciones de socios para compensación de pérdidas		
129	VI. Pérdidas y ganancias (beneficio o pérdida)		
(557)	VII. Dividendo a cuenta		
	B) INGRESOS A DISTRIBUIR EN VARIOS EJERCICIOS		
130-1	1. Subvenciones de capital		
136	2. Diferencias positivas de cambio		
135	3. Otros ingresos a distribuir en varios ejercicios		
	C) PROVISIONES PARA RIESGOS Y GASTOS		
140	1. Provisión para pensiones y obligaciones similares		
141	2. Provisiones para impuestos		
142-3	3. Otras provisiones		
144	4. Fondo de reversión		
	D) ACREEDORES A LARGO PLAZO		
	I. Emisiones de obligaciones y otros valores negociables		
150	1. Obligaciones no convertibles		
151	2. Obligaciones convertibles		
155	3. Otras deudas representadas en valores negociables		
170	II. Deudas con entidades de crédito		
	III. Deudas con empresas del grupo y asociadas		
160-2-4	1. Deudas con empresas del grupo		
161-3-5	2. Deudas con empresas asociadas		

NÚMERO CUENTA	PASIVO	E. N-1	E. N
	IV. Otros acreedores		
174	1. Deudas representadas por efectos a pagar		
171-2-3	2. Otras deudas		
180-5	3. Fianzas y depósitos recibidos a largo plazo		
	V. Desembolsos pendientes sobre acciones no exigidos		
248	1. De empresas del grupo		
249	2. De empresas asociadas		
259	3. De otras empresas		
	E) ACREEDORES A CORTO PLAZO		
	I. Emisiones de obligaciones y otros valores negociables		
500	1. Obligaciones no convertibles		
501	2. Obligaciones convertibles		
505	3. Otras deudas representadas en valores negociables		
506	4. Intereses de obligaciones y otros valores		
	II. Deudas con entidades de crédito		
520	1. Préstamos y otras deudas		
526	2. Deudas por intereses		
	III. Deudas con empresas del grupo y asociadas a corto plazo		
402, 510-2-	1. Deudas con empresas del grupo		
403,511-3-	2. Deudas con empresas asociadas		
	IV. Acreedores comerciales		
437	1. Anticipos recibidos por pedidos		
400-10-19	2. Deudas por compras o prestaciones de servicios		
401, 411	3. Deudas representadas por efectos a pagar		
	V. Otras deudas no comerciales		
475-6-7-9	1. Administraciones Públicas		
524	2. Deudas representadas por efectos a pagar		
509-21-3-	3. Otras deudas		
465	4. Remuneraciones pendientes de pago		
560-1	5. Fianzas y depósitos recibidos a corto plazo		
499	VI. Provisiones para operaciones de tráfico		
485, 585	VII. Ajustes por periodificación		
	TOTAL GENERAL (A + B + C + D + E)		

Esa diversificación es incorporada al Pasivo, sin embargo, en gran parte, por las decisiones sobre dos elecciones de financiación fundamentales, que contempladas, por ejemplo, según su propiedad se pueden clasificar en: recursos ajenos y propios (14). Ahora bien, en virtud de la exigibilidad de las fuentes de financiación se podría distinguir entre pasivo exigible y no exigible. Dentro del pasivo exigible, se puede a su vez distinguir, acorde a una clasificación temporal, en: exigible a corto plazo y a largo plazo.

En efecto, el factor tiempo nos permite establecer un tipo de clasificación de la financiación ajena, distinguiendo, a corto plazo, las exigibilidades cuya fecha de vencimiento sea igual o inferior al año y, a largo plazo, aquellas de vencimiento superior al año, según queda establecido en el Plan General de Contabilidad, o bien, en función del Período Medio de Maduración que abarque el ciclo de explotación, debido a la diferencia de los procesos productivos entre empresas pertenecientes a distintos sectores de la actividad industrial y comercial y así poder efectuar dicha clasificación en base a las características propias, internas y privativas, de la empresa, e interrelacionar esta clasificación con la que se ha de efectuar en virtud de las prácticas de los mercados de capitales y de dinero (15). Este último criterio nos permite establecer las tres categorías de recursos financieros, ordenados de menor a mayor exigibilidad, Neto Patrimonial, Pasivo Fijo y Pasivo Circulante.

Evidentemente, también, desde otro prisma, atendiendo a su procedencia, las fuentes de financiación pueden ser de dos órdenes:

(14) Todos los principios recogidos en el Plan General de Contabilidad son aplicables a los pasivos, sin embargo tienen especial significación, respecto a los recursos ajenos, los que se describen:

1. Principio de empresa en funcionamiento: los pasivos deben reconocerse íntegramente en el balance de situación, incluso aunque existieran factores que pudieran poner en duda la continuidad de la empresa.
2. Principio del registro: los pasivos deben reconocerse cuando nace la obligación para la empresa, con independencia de la fecha en que efectivamente deba realizarse el desembolso.
3. Principio del devengo: los gastos financieros deben registrarse sistemáticamente durante la duración del pasivo, con independencia del momento en que aquéllos hayan de satisfacerse.
4. Principio del precio de adquisición: estos pasivos han de figurar por su valor de reembolso, sin perjuicio de la adecuada periodificación de los gastos financieros.

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS. *Serie de Principios Contables: Pasivos Financieros*. Propuesta de Documento Núm. 18. Madrid, junio 1994. Págs. 20 y 21. En relación a los recursos propios, por su especial incidencia, se mencionan a continuación tres de ellos:

- a) El principio de empresa en funcionamiento permite hacer la evaluación de los recursos propios en el supuesto de continuidad de la entidad, ya que, de darse la situación contraria, la valoración del patrimonio neto de los propietarios tendría que hacerse atendiendo a los valores de liquidación del activo y las deudas.
- b) El principio de uniformidad, que supone la coherencia y comparabilidad temporal de las cifras de los estados contables, es imprescindible para el correcto conocimiento de la evolución de la cuantía del neto patrimonial.
- c) El principio de prudencia valorativa, que ha de ser tenido en cuenta a la hora de establecer el valor de los activos y los resultados, introduce la prudencia necesaria en la valoración de la participación de los propietarios.

ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS. *Serie de Principios Contables: Recursos Propios*. Documento Núm. 10. Madrid, 1992. Pág. 23.

(15) BUENO CAMPOS, E.; CRUZ ROCHE, I. y DURÁN HERRERA, J.J.: *Economía de la Empresa. Análisis de las Decisiones Empresariales*. Pirámide. Madrid, 1982. Págs. 258 y 259.

- a) Financiación interna, en esta categoría se incluirán los beneficios no distribuidos (reservas, incluidas las provisiones), provisiones para riesgos y gastos y cuentas de corrección, resultantes de las operaciones de explotación y de reparto. Su importe es función, a la vez, de los resultados industriales y/o comerciales de la empresa, y de su política financiera (16).

En realidad, estas partidas presentan diferencias dignas de mención, al ser consideradas, las primeras, reservas o retención de beneficios (excluidas las provisiones), como un medio de incrementar la capacidad productiva de la sociedad: autofinanciación de enriquecimiento (17); mientras que las dos últimas, amortizaciones y provisiones, así como las provisiones, muestran la cantidad destinada a mantener la capacidad productiva de la sociedad: autofinanciación de mantenimiento (18). En consecuencia, para el análisis del tema elegido sólo se contemplará la autofinanciación de enriquecimiento, al tenerse como fin primordial la obtención del coste de la estructura financiera actual y no previsional.

- b) Financiación externa, que tiene como fuentes los recursos provenientes del capital de riesgo (constitución y ampliaciones de capital social a través de aportaciones efectivas -dinerarias o no dinerarias-) y del capital de crédito (disposición de fondos durante un específico intervalo de tiempo, más o menos largo, procedentes de terceras personas, con compromiso, por parte de la empresa, a restituir su montante de una manera parcial o total en los períodos estipulados, más los intereses respectivos, según proceda) distinguiendo en éste:

- Crédito Bancario, representado a corto plazo, a través de préstamos, por anticipos de dinero con garantías, pólizas de crédito, préstamos documentarios, avales, etc., concedidos por las Entidades Bancarias.
- Crédito Financiero, fuentes que, generalmente, son consideradas así cuando se trata de inversiones de «amplitud más considerable y relativa permanencia con creación de compromisos y obligaciones contractuales públicas, que se reparten entre numerosos e innominados prestamistas quedando sujeta la inversión a un pro-

(16) CONSEIL SUPERIEUR DE L'ORDRE DES EXPERTS COMPTABLES ET DE COMPTABLES AGREES: *Del Cuadro de Financiamiento al Cuadro de Flujos*. Instituto de Planificación Contable. Ministerio de Economía y Hacienda. Versión castellana: Pedro Luengo Mulet. Madrid, 1983. Pág. 87.

(17) Cabe precisar que, desde el momento de entrada en vigor del actual PGC, no siempre, las reservas responden a «autofinanciación de enriquecimiento», ya que el beneficio obtenido en un período puede que no coincida con el repartible, al recoger, en la mayoría de los casos, en épocas de inflación, ganancias nominales y reales (repartibles) e, incluso, simplemente nominales; en cuyo caso, las reservas sólo representarían «autofinanciación de mantenimiento», que sería la cuantía constituida y reservada para ser registrada, en el anterior PGC, del 73, en la partida «Provisiones».

(18) Véase para una mayor comprensión BALLESTER CASADO, M.: «La Previsión por Aceleración de Amortizaciones: Su Alternativa en el Nuevo Plan General de Contabilidad». *Actualidad Financiera*. Núm. 48, diciembre 1990. Pág. 2.875 y ss.

ceso amortizativo preestablecido que ha de coordinarse con las necesidades del desarrollo de la actividad económico-industrial» (19) de la empresa que lo utiliza, siendo éstas, frecuentemente, valores de renta fija (20), que se caracterizan por:

- Tratarse de financiación a largo plazo.
- Estar instrumentados en valores negociables.
- Ser emitidos en masa.
- Constituir una apelación al ahorro público.

Como es lógico, cuando el capital financiero reviste la forma de préstamos a largo plazo o de empréstitos a través de la emisión de obligaciones o bonos, reembolsables por anualidades, se trata de créditos a largo plazo que se van transformando periódicamente en exigible a plazo corto hasta su total amortización (21).

Asimismo, se podrían incluir formas especiales de financiación de bienes de equipo y otros (subvenciones de capital reintegrables, proveedores de inmovilizado, arrendamiento financiero, etc.) dentro del crédito de financiación.

- Crédito de funcionamiento. Los recursos o fondos ajenos a largo plazo citados en conjunción con los propios no son los únicos de que dispone la sociedad, pues los facilitados por proveedores, clientes (anticipos), accionistas (dividendos no pagados), empleados, acreedores por servicios, administración pública, etc., en cuanto que confieren un plazo a la misma para realizar sus créditos, contribuyen también al financiamiento de ésta; estos últimos son recursos o fondos de financiación ajena a corto plazo y que son reconocidos como de funcionamiento por su origen en operaciones de explotación, de tráfico funcional, mientras que los fondos propios y los antes referenciados (ajenos a corto y largo plazo) contribuyen no sólo al funcionamiento, sino también al financiamiento de la sociedad.

Estas fuentes financieras pueden ser delimitadas conforme a la información contenida en otro tipo de rúbricas (22). Así, las Cuentas de Compensación del Pasivo, que se hallan en el Balance dentro de la estructura financiera, deben informar sobre la financiación efectiva de las partidas corres-

(19) GOXENS DUCH, A.: *Contabilidad de Sociedades*. Editorial Marcombo, S.A. Barcelona, 1976. Pág. 139.

(20) Véanse comentarios sobre la precisión de este término en: GUERRERO GUERRERO, P.: «Operaciones en Bolsa». Obra colectiva: *Fiscalidad de las Operaciones Financieras; seminario sobre actividades financieras y fiscalidad*. Edita: Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1989. Pág. 63.

(21) Para un estudio más amplio, puede verse a ÁLVAREZ LÓPEZ, J.: *Contabilidad de Sociedades. Adaptado al PGC de 1990*. Editorial Donostierra. San Sebastián, 1990. 1.ª edición. Pág. 272.

(22) Una exposición amplia sobre esta cuestión puede verse en RIVERO TORRE, P.: *Cash-flow, Estado de Origen y Aplicación de Fondos y el Control de Gestión*. Asociación para el Progreso de la Dirección (APD). Madrid, 1980. Pág. 26 y ss.

pondientes y, las Cuentas de Transición, entre el largo y el corto plazo o viceversa, mientras que, las Cuentas de Orden o fuera de Balance deben informar de manera adecuada sobre las contingencias (23) futuras en que se encuentra inmerso el patrimonio de la empresa (garantías recibidas o no, disposición o no de límites en líneas de descuento bancario, opciones, swaps, permuta financiera, contratos de futuros...), a efectos de juzgar la exigibilidad potencial. Respecto a los Activos Ficticios (no realizables), como indica RIVERO TORRE (24): «Deben ser considerados, a efectos del análisis, como partidas de compensación del Neto Patrimonial, indicativa de una disminución real del mismo más que un elemento del activo».

En cuanto a otros aspectos a considerar de la estructura financiera, se encuentra la contrapartida en fuentes financieras de las inversiones clasificadas en la estructura económica como no afectas (ajenas) a la explotación, puesto que puede suceder que, mediante el análisis de la estructura económica, se conozca la cuantía de activos que no han participado en la actividad principal de la empresa a lo largo del ejercicio económico analizado. Sin embargo se manifiesta generalmente difícil, cuando no imposible, la identificación de los recursos que han financiado a tales inversiones, debido a que, en principio, no suele caber la asignación de cada unidad monetaria a cada unidad de inversión (25). Esto es, las fuentes de financiación forman un conjunto heterogéneo en sus orígenes pero homogéneo en sus aplicaciones. En todo caso, una aproximación suficientemente válida a esta asignación de fuentes y destino de fondos financieros suele ser importante para el análisis de la gestión empresarial, a fin de comparar rentabilidades económicas con costes financieros (26).

En definitiva, las fuentes de financiación quedan así enmarcadas en dos grandes categorías:

– Financiación interna (27):

- Reservas.

(23) Véase a QUESADA SÁNCHEZ, F.J.: *Normativa y Contabilización de Riesgos, Contingencias e Indemnizaciones*. Ediciones Ciencias Sociales. Madrid, 1991.

(24) RIVERO TORRE, P.: *Análisis de Balances... Op. cit.*, pág. 148.

(25) *Ibidem*, pág. 150.

(26) CIBERT, A.: «Comptabilité Analytique de Gestion». DUNOD. París, 1981. Pág. 177.

(27) En este apartado no incluimos las depreciaciones, amortizaciones y provisiones porque a pesar de que, de forma transitoria, pueden cumplir una función financiera en el desarrollo de la actividad empresarial, no suponen un incremento de recursos (salvo las provisiones para riesgos y gastos, pero que tampoco consideramos dada su naturaleza diversa: deuda, recuperación de capitales, reservas por los excesos dotados, etc.), al ser simplemente reflejo de la recuperación de los capitales invertidos en los activos, siempre y cuando se hayan vendido y cobrado los productos donde van incorporados, obtenido resultados positivos o, al menos, nulos... Por tanto, en el análisis considerado, sólo contemplaremos las reservas, debido a que éste está dirigido al estudio de un período económico y de la estructura financiera alcanzada al final del mismo, y no de la previsional.

- Financiación externa:
 - Capital de riesgo (emisiones de acciones).
 - Capital de crédito:
 - Crédito de funcionamiento (operaciones de tráfico).
 - Crédito bancario (préstamos a corto plazo).
 - Crédito de financiación:
 - Emisión de empréstitos (obligaciones, bonos, cédulas, pagarés,...).
 - Préstamo a largo plazo.
 - Formas especiales de financiación de bienes de equipo y otras.

Esta clasificación permite diferenciar las fuentes de financiación de coste explícito (financiación externa) de aquellas de coste implícito (financiación interna).

O bien, atendiendo a la clasificación clásica de recursos propios y ajenos:

- Recursos o fondos propios (Pasivo no exigible):
 - Capital social.
 - Reservas.
- Recursos o fondos ajenos (Pasivo exigible):
 - Créditos de funcionamiento.
 - Créditos bancarios.
 - Créditos financieros.

pudiendo añadirse otra categoría:

- Recursos o fondos ajenos (Pasivo no exigible):
 - Subvenciones en capital (no reintegrables).

Esta última categoría se trata, en consecuencia, de un pasivo no exigible que no teniendo la naturaleza estricta de neto patrimonial, porque no proceden ni del propietario ni del resultado de la empresa, se irá incorporando en ejercicios posteriores al resultado económico (28).

2. Aspectos relevantes del sistema financiero.

Las inversiones de un país pueden financiarse con fondos generados en el interior del mismo (constituidas por el ahorro público y privado -familias y empresas- y las amortizaciones) y con recursos provenientes del exterior (mercados de capitales e instituciones internacionales), ya que el recurso al ahorro de otros países permite tasas de inversión elevadas, seguramente por encima de la capacidad de financiación interna (29). La organización entre la demanda y la oferta de estos recursos financieros se lleva a efecto por intermediación del sistema financiero y, sobre todo, del mercado financiero (30).

Con frecuencia, en virtud de la financiación externa (propia y ajena) a lograr por la empresa, se pueden distinguir dos subsistemas dentro del sistema financiero de un país: el mercado de valores (primario, donde se colocan por primera vez los valores negociables emitidos; y secundario, donde se negocian éstos, acciones y empréstitos, colocados en el primario) y el mercado crediticio. El mercado financiero, desde una óptica temporal, se clasifica en (31):

- Mercado de capitales: fondos a medio y largo plazo.
- Mercado de crédito:
 - Préstamos de entidades financieras (Banca Privada y Cajas de Ahorro, etc.).
 - Préstamos de entidades financieras oficiales.
 - Operaciones de *leasing*.
 - Operaciones a crédito (pago inicial y desembolsos parciales de acuerdo con las condiciones del contrato).

(28) ROBLEDA CABEZAS, H.: «Análisis de los Fondos Propios». *Comunicaciones a las ponencias: Análisis Contable*. IV Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad. Santander, 1991. Pág. 1.237.

(29) ARGANDOÑA, A. y GARCÍA-DURÁN, J.A.: *La Economía Española en Cifras*. Ediciones Orbis. Barcelona, 1985. Pág. 39.

(30) CONSO, P.: *La Gestión Financiera de la Empresa*. Tomo II. Quinta edición totalmente renovada. Hispano Europea. Barcelona, 1984. Pág. 173.

(31) BUENO CAMPOS, E.; CRUZ ROCHE, I. y DURÁN HERRERA, J.J.: *Op. cit.*, págs. 334 y 335.

- Mercado de valores:
 - Primario.
 - Secundario (bursátil y extrabursátil).
 - Ayudas del Estado:
 - Subvenciones en capital no reintegrables.
- Mercado de dinero o crédito a corto plazo:
- Operaciones de descuento comercial (letra de cambio cedida a una entidad financiera a cambio de recibir una cantidad inferior al valor nominal de la misma, al ser aplicado el descuento comercial sobre la cuantía cedida).
 - Crédito sin o con garantía (personal o algún bien o derecho en concreto).
 - *Factoring* (cesión a una empresa, en virtud de lo estipulado en el contrato, las deudas de sus clientes por un precio determinado).
 - Etcétera.

En suma, para que todo ello sea posible, para que se canalice el ahorro hacia la inversión, se encuentra el sistema financiero, como conjunto de estamentos o instituciones, canales, instrumentos, fuerzas y técnicas que facultan el equilibrio entre el ahorro público en general y la financiación de la inversión, jugando «el papel irrenunciable e irremplazable de orientar los recursos hacia las actividades más rentables y seguras, concediendo créditos a unos y negándolos a otros» (32).

En este sentido, resulta lógico y claro que las vinculaciones o relaciones de la sociedad con los agentes que se mueven en el mercado financiero se fundamentan alrededor de ganancias monetarias principalmente y del riesgo (rentabilidad, liquidez y seguridad de su inversión) (33). E, incluso, la Administración del Estado puede favorecer a algunos sectores de la economía (por razones de interés nacional), para que el ahorro público oriente su inversión a las sociedades que los integran, concediendo ciertas ventajas fiscales, con lo que el inversor no sólo obtiene una rentabilidad vía dividendo (acciones) o intereses (obligaciones u otros) abonados por la empresa, sino también vía desgravaciones fiscales.

(32) BORREL, J.: «Relaciones entre el Sistema Financiero y el Sistema Fiscal». *Papeles de Economía Española. Suplementos sobre el Sistema Financiero*. Núm. 33, 1991. Pág. 161.

(33) CEA GARCÍA, J.L.: *Modelos de Comportamiento de la Gran Empresa*. Ministerio de Economía y Hacienda. Instituto de Planificación Contable. Madrid, 1979. Pág. 89.

El sistema financiero no sólo juega ese papel de canalización del ahorro hacia las inversiones más rentables y seguras, sino que «su mayor o menor perfección condiciona también el volumen de ahorro de la comunidad» (34). En definitiva, tiene una función primordial que estriba en asegurar una eficaz y eficiente asignación de los recursos financieros. Esto quiere decir que el sistema financiero ha de suministrar al sistema económico los recursos financieros que éste necesita, adecuados no sólo en su volumen o cuantía, sino también en su naturaleza, plazos y costes (35).

En general, la empresa debe plantearse como estrategia financiera la búsqueda de la estructura financiera óptima en la cual se compagine la rentabilidad y el riesgo, tratando de mantener esta posición a lo largo de su existencia, pues, desde una perspectiva financiera, tanto los recursos propios como los ajenos integran, con su retribución, el coste financiero del capital aplicado a la inversión. Ahora bien, el interés de la financiación ajena constituye un coste fijo, no supeditándose la obligación del pago a la buena o mala marcha de la sociedad, mientras que el interés (dividendo) de la financiación propia se pagará únicamente si se obtienen beneficios, y si la Junta General de accionistas de la empresa cree conveniente que debe desembolsarse tal dividendo y, en su caso, el momento del pago, constituyendo, por tanto, un coste variable.

No obstante, es obvio, por otra parte, que, a pesar de que los accionistas no exigen que se exprese un tipo de interés predeterminado de forma legal, debe darse un tipo de interés imputado, por cuanto si no se expresa cuál es el rendimiento que probablemente obtendrán los mismos, entonces la empresa quizá no hubiera podido conseguir los recursos necesarios. Así, se suele decir que la diferencia manifestada entre el tipo de interés del capital ajeno y el del capital propio, en cuanto coste financiero para la empresa, es de tipo fiscal y no financiero. Esta discriminación fiscal, «de considerar "gasto" únicamente al coste financiero del capital ajeno, ha sido una de las causas de que las empresas y los inversores en general estén considerando más ventajosa la emisión de obligaciones, que la emisión de nuevas acciones, como fuentes de recursos financieros y como materialización del ahorro, respectivamente» (36).

De este modo se puede decir que, aunque jurídicamente es cierto ese aspecto diferenciador del interés fijo de la deuda, frente al interés variable del capital propio, en la práctica común no sucede, y el tipo de interés de las acciones puede ser también fijo. En general, las empresas se marcan una cuota de dividendo, procurando mantenerlo durante una serie más o menos larga de ejercicios, con independencia del «beneficio contable y fiscal» obtenido en cada uno de ellos.

(34) GALA, M.: «El Sistema Financiero Español». *Moneda y Crédito*. Núm. 111, diciembre 1969. Pág. 31.

(35) TOBIN, J.: «On the Efficiency of the Financial System». *Lloyds Bank Review*. Núm. 1.954, julio 1984. Pág. 3.

(36) NORVERTO LABORDA, M.^a C.: «Problemática Contable de los Flujos Financieros Propios y Autogenerados para la Empresa y Análisis Conceptual en las Distintas Situaciones». Tesis Doctoral. Departamento de Contabilidad. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad Complutense de Madrid, 1981. Págs. 158 y 159.

Todo ello implica la necesidad de realizar un análisis cuidadoso de las posibilidades que brinda el sistema financiero de un país, para así poder alcanzar la proporción adecuada de la financiación propia/ajena, tratando de conseguir el menor coste posible entre todas las alternativas que pueden presentarse, y, además, que el riesgo para su restitución sea mínimo, considerando siempre en este sentido que el nivel de endeudamiento y las condiciones específicas pactadas de las diferentes transacciones crediticias, pueden ejercer unos efectos significativos sobre la empresa y sobre la catalogación de ésta en el mercado financiero.

III. CONCEPTO DEL COSTE DE CAPITAL

El concepto de coste de capital, no cabe duda, ha sido el foco de atención, de una forma creciente en las últimas décadas, especialmente en cuanto afecta a la toma de decisiones en la selección de financiación, en la elección económica apropiada entre las distintas alternativas u oportunidades de inversión y en la interrelación de ambas. Asimismo, se ha discutido extensa y profundamente sobre la medición oportuna y conveniente del propio coste de capital, así como la forma en que las circunstancias que rodean este tipo de análisis afectan los sistemas o métodos elegidos.

Efectivamente, el concepto de coste de capital presenta numerosos problemas para su determinación, que han sido expresados por diferentes autores, LEWELLEN (37), HALEY y SCHALL (38), COPELAND (39), SUÁREZ (40), VALERO (41), entre otros, en épocas relativamente recientes, no existiendo un tratamiento y formulación del coste de capital aplicable que abarque toda la problemática posible, puesto que este concepto surge del ámbito dinámico, financiero y operacional, y sometido a las mutaciones constantes de la empresa, de tal modo que se podría decir que viene dado en función de la oferta y de la demanda de dinero en la economía y del riesgo asociado a cada empresa, por lo que no se pretende obtener un conjunto de fórmulas con validez universal, sino aplicar las condiciones de validez de algunas de ellas, matizando algunos aspectos a contemplar a la hora de su estimación, que, a su vez, dependen en grado sumo de las hipótesis de partida (42), de forma que no pretendemos detenernos en el análisis de los diferentes métodos de cálculo que pueden emplearse para obtener el coste de la financiación propia y ajena, al ser un tema ampliamente tratado en la literatura financiera como ya se ha comentado.

(37) LEWELLEN, W. G.: *The Cost of Capital*. Wadsworth Publishing Company, Belmont, California, 1969.

(38) HALEY, C.W. y SCHALL, L.D.: *Op. cit.*

(39) COPELAND, T.E.: «Long-Term Sources of Funds on the Cost of Capital», en: ALTMAN, E.I.: *Financial Handbook*. 5.ª edición. John Wiley & Sons. Nueva York, 1981.

(40) SUÁREZ SUÁREZ, A.S.: *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa*. Pirámide. Madrid, 1989.

(41) VALERO LÓPEZ, F.J.: *Modelos de Empresa para el Sistema de Financiación-Inversión*. Tesis Doctoral. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Autónoma de Madrid, 1978.

(42) VALERO LÓPEZ, F.J. y ONTIVEROS BAEZA, E.: «Impuestos Personales y Coste de Capital». AECA. Madrid, 1981. Pág. 13.

El concepto de coste de capital se traduce en algo útil tan pronto como se extrae del reducido marco en que clásicamente ha sido concebido y se le convierte en un proceso de formulación de indicadores que permiten explicar el proceso de decisión, inversión-financiación (43). Pues, como expresa Pierre CONSO (44): «El coste de capital no es una tasa sino un indicador cuya medida objetiva y rigurosa no es posible, y cuya crítica, en razón de las dificultades prácticas de cálculo, no encierra un gran significado».

El punto de partida lo constituye la concepción del coste de capital como aquella tasa de retorno o de rendimiento interno que, como mínimo, debe proporcionar una inversión para que se mantenga intacto el valor de la empresa, así como el de cotización de las acciones en el mercado financiero (45).

Como afirman MASCAREÑAS y LEJARRIAGA (46), el coste de capital «es la mínima tasa de rentabilidad a la que deberá remunerar a las diversas fuentes financieras que componen su pasivo, con objeto de mantener a sus inversores satisfechos evitando, al mismo tiempo que descienda el valor de mercado de sus acciones». En esta línea de razonamiento, se define también como la tasa de descuento que iguala el valor económico o capitalizado de los flujos de tesorería esperados en el futuro de una empresa con el valor de ésta (47).

En virtud de otra concepción, dirigida más a cubrir los objetivos generales de la empresa que a la maximización de la cotización de las acciones en Bolsa, y siguiendo a MAO (48), el coste de capital puede definirse como «el precio pagado por una empresa por los fondos obtenidos de sus proveedores de capital». En este mismo sentido, se puede definir como el sacrificio que supone para la empresa dedicar una cantidad de disponibilidades (capital) a ese negocio. Los anglosajones llaman capital a lo que el empresario considera que ha invertido en su negocio (inmovilizado \pm fondo de rotación o activo total menos el pasivo a corto plazo) (49).

Aquí, aunque el resultado final sea el mismo o similar, que siguiendo el antedicho planteamiento, se partirá de la concepción de activo total neto, como sigue:

(43) *Ibidem*, pág. 12.

(44) CONSO, P.: *La Gestión Financiera de la Empresa*. Tomo II. *Op. cit.*, pág. 183.

(45) SUÁREZ SUÁREZ, A.S.: *Op. cit.*, pág. 531.

(46) MASCAREÑAS, J. y LEJARRIAGA, G.: *Análisis de la Estructura de Capital de la Empresa*. EUDEMA. Madrid, 1993. Págs. 11 y 12.

(47) NANTELL, T.J. y CARLSON, C. R.: «The Cost of Capital as a Weighted Average». *Journal of Finance*, Vol. XXX, Núm. 5, diciembre 1975. Pág. 1.344.

(48) MAO, J.: *Análisis Financiero*. El Ateneo. Buenos Aires, 1974. Pág. 325.

(49) WESTON, J.F.: *La Gestión Financiera*. Ediciones Deusto. Bilbao, 1990. Pág. 166.

Inmovilizado neto
+ Activo circulante
Activo total neto o inversión financiera total necesaria

En realidad, aunque con dos criterios distintos (origen y aplicación, respectivamente), el Pasivo y el Activo clasifican una idéntica cantidad (recursos totales) (50), de tal modo que no se va a razonar en términos de inversión financiera, dadas las limitaciones que se presentan desde la óptica contable, sino conforme a la teoría de la estructura del pasivo, contemplada dentro de los objetivos generales de la empresa. De una u otra forma, esto obliga a contemplar la empresa desde una perspectiva global y a expresarse en términos de coste de capital y no simplemente de gastos financieros, considerando las fuentes de financiación a las que la empresa puede acceder, con coste explícito e implícito.

En una primera aproximación se obtendrá el coste de capital como aquella tasa que mide el sacrificio que representa el empleo de los fondos financieros para la empresa, teniendo en cuenta que el cálculo se puede fundamentar principalmente en dos criterios: interno y externo.

IV. CÁLCULO DEL COSTE DE CAPITAL: CRITERIO INTERNO

El criterio interno permite controlar y, si es preciso, desarrollar las cuentas mediante consultas a los libros de la contabilidad y a los documentos justificativos, como cualquier otra información interna disponible que sea necesaria y la externa de carácter general como la del mercado financiero. Una ventaja considerable e inestimable que brinda este criterio interno radica en la posibilidad de comprobar los criterios de evaluación que han sido aplicados (51).

1. Coste explícito de la estructura financiera.

El coste explícito de una fuente financiera se fundamenta en el conjunto de los flujos de salida de recursos financieros de la empresa, cuyo fin último es retribuir a los agentes económicos que posibilitaron la existencia de dicha fuente, así como los gastos que han sido originados por la misma,

(50) PEREIRA SOLER, F.; BALLARÍN FREDES, E.; ROSANAS MARTÍ, J.M.^a y VÁZQUEZ-DODERO DE BONIFAZ, J.C.: *Contabilidad para Dirección*. Ediciones Orbis. Barcelona, 1984. Pág. 20.

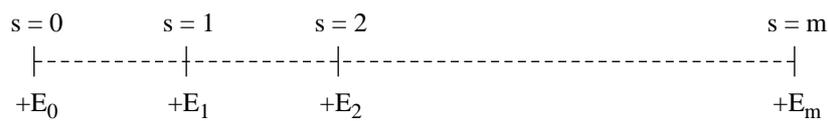
(51) PEUMANS, H.: «Análisis e Interpretación de Balances». Ibérico Europea de Ediciones. Madrid, 1976. Pág. 271.

hasta su devolución y consiguiente extinción. Esto es, todos los gastos que representen pagos a realizar consecuencia de la utilización de unas específicas fuentes de financiación, a lo largo de sus vidas útiles. Fernando BECKER (52) expresa que «se conceptúan costes explícitos los pagos que con carácter general realiza la empresa por gastos».

1.1. Cálculo del coste explícito de una fuente financiera para un horizonte temporal de vida limitada.

En cuanto al cálculo del coste de las fuentes de financiación de coste explícito, existe un acuerdo general de que, aunque resulta prácticamente imposible establecer una fórmula de cuya resolución se deduzca el coste exacto de las mismas, el coste para la empresa será la retribución que debe desembolsar para obtenerlas, así como los costes internos y externos, asociados a la operación, que pueda implicar su administración y gestión para la misma (53). En concreto, para su cálculo, existe un sistema general que hace referencia a los valores actualizados de los flujos de cobros y pagos que van a dar lugar cada una de las fuentes financieras (capital social, empréstitos, préstamos, etc.) mientras permanezcan invertidas en elementos de la producción y venta. Esas fuentes de financiación proporcionan un flujo de entrada de dinero de una sola vez o en varias:

- Representación del diagrama temporal de las entradas de la operación financiera.



- Cálculo.

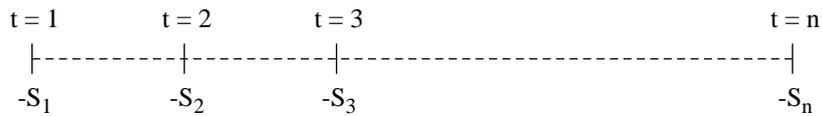
$$\sum_{m=0}^s \frac{E_m}{(1 + k_i)^m}$$

mientras que los compromisos de devolución de esas cantidades provocan una salida de dinero en un período de tiempo, siempre posterior a las entradas:

(52) BECKER GÓMEZ, F.: *Tratado de Contabilidad Analítica de Explotación*. Editorial Nebrija. León, 1980. Pág. 23.

(53) SAVAGE, C.I. y SMALL, J.R.: *Introducción a la Economía Empresarial*. Ediciones Orbis. Barcelona, 1984. Pág. 69.

- Representación del diagrama temporal de las salidas de la operación financiera.



- Cálculo.

$$\sum_{n=1}^t \frac{S_n}{(1 + k_i)^n}$$

Pues bien, como el coste de una fuente financiera por unidad de tiempo se determina a raíz del conocimiento de los flujos de cobros y pagos derivados de la correspondiente operación financiera, así como de la fecha en que se generan, éste será igual a la tasa que iguala las anteriores expresiones:

$$\sum_{m=0}^s \frac{E_m}{(1 + k_i)^m} = \sum_{n=1}^t \frac{S_n}{(1 + k_i)^n}$$

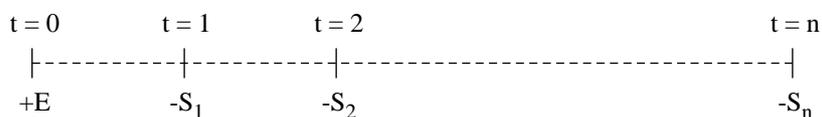
Donde:

- E_m = «Fondos netos de gastos» obtenidos en el instante «m».
- S_n = Desembolsos originados en el instante «n».
- k_i = Coste efectivo explícito de la fuente de financiación «i».
- s = Duración del período de entrada de disponibilidades.
- t = Duración total de la operación financiera.

Es claro que no se produciría coste financiero si los cobros y pagos se realizasen al mismo tiempo. En ese caso el sacrificio o coste sería cero. Se produce coste financiero cuando se genera un desfase entre cobros y pagos, puesto que existe un proceso de acumulación que, en el caso de las fuentes financieras con coste explícito, es directamente calculable de la forma indicada.

Cuando se produce un flujo de entrada de dinero de una sola vez en el momento «0», la forma de obtener el coste de una fuente financiera, a través de la equivalencia financiera entre los flujos de cobros y pagos actualizados, podría ser modulando la fórmula anterior de la manera siguiente:

- Representación del diagrama temporal de la operación financiera.



- Cálculo.

$$0 = E - \frac{S_1}{(1 + k_i)} - \frac{S_2}{(1 + k_i)^2} - \dots - \frac{S_n}{(1 + k_i)^n}$$

O bien:

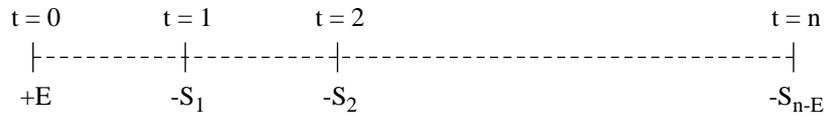
$$E = \frac{S_1}{(1 + k_i)} + \frac{S_2}{(1 + k_i)^2} + \dots + \frac{S_n}{(1 + k_i)^n}$$

Donde:

- E = Fondos netos de gastos obtenidos por la empresa en el momento «0» de una determinada fuente de financiación.
- S = Salida de fondos o desembolsos generados por la operación financiera en distintos momentos en el tiempo «n».
- k_i = Tasa de descuento que hace que el valor actual neto de los desembolsos de tesorería generados por la operación financiera sea nulo, en el primer caso; y en el segundo, tasa que iguala los recursos netos obtenidos por la empresa en el momento «0» de la fuente de financiación «i» con el valor actual neto de los desembolsos de tesorería originados por la operación financiera. Tasa de descuento que será asignada como coste financiero efectivo explícito de la fuente de financiación «i».
- n = Duración de la operación financiera.

También se podría presentar la operación financiera de la manera siguiente:

- Representación del diagrama temporal de la operación financiera.



- Cálculo.

$$E = \frac{S_1}{(1 + k_i)} + \frac{S_2}{(1 + k_i)^2} + \dots + \frac{S_n}{(1 + k_i)^n} + \frac{E}{(1 + k_i)^n}$$

El método o modelo seguirá la siguiente secuencia:

1. Determinación del valor actual de la fuente financiera, una vez deducidos todos los gastos de formalización y remuneración iniciales.
2. Fijación de los períodos de tiempo del flujo de pagos por remuneración del préstamo (semanal, mensual, trimestral, etc.).
3. Planteamiento de la ecuación fundamental de cálculo del valor actual.
4. Mediante el instrumento oportuno (método de prueba y error, tablas financieras, calculadoras, etc.) determinación del valor de k_i en la ecuación.
5. Conversión de este valor en porcentaje anual, según el sistema de equivalencia de tasas que utilizemos.

Éste sería el criterio general aplicable en la mayoría de los casos para la determinación del coste de las fuentes de financiación que emplea la empresa, tanto para la financiación propia como para la ajena, aunque en ocasiones la problemática generada por ambas difiere notablemente e, incluso, para las que componen cada una de las mismas. Conviene por ello, no obstante, precisar que, dada la multiplicidad y complejidad de las combinaciones posibles en cuanto a períodos de tiempo de permanencia o restitución, cuantías, instrumentación formal, etc., el cálculo del coste financiero no siempre se manifiesta con tal sencillez como en la precedente expresión.

1.2. Cálculo del coste explícito de una fuente financiera para un horizonte temporal de vida ilimitada.

Conforme a esta consideración (54), si la empresa toma la decisión de conservar una determinada proporción de recursos ajenos en relación a su estructura financiera, la deuda nunca es reembolsada realmente, al ser restituida y sustituida por otra análoga.

En cuyo caso, la modalidad apropiada de cálculo se fundamenta en la fórmula para el caso infinito, para lo que se necesita la modulación de la fórmula general mediante la adaptación conveniente en virtud de la hipótesis de que en «S» -siendo $S_0 = S_1 = S_2 = \dots = S_n = S$ - se hallan incluidas únicamente las cargas anuales en concepto de intereses y que a la finalización del año n se restituye el montante « C_a » recibido inicialmente, adquiriendo para la renovación otra deuda de idénticas características y así de forma sucesiva. De manera analítica se tendrá (55):

$$k_i = \frac{S}{C_a}$$

Asimismo, se revela necesario tener presente que para cancelar su deuda la empresa restituye al «prestamista el mismo valor nominal (o el que se haya fijado) del capital que recibió en el momento inicial, pero el valor real de dicho capital en el momento de la devolución puede ser inferior del que ese capital tenía al formular la operación a causa de la inflación» (56). Conforme a estas circunstancias, el coste efectivo de la deuda sería inferior al determinado anteriormente, de forma que:

$$k_e = \frac{k_i - f}{1 + f}$$

Donde:

k_i = Coste aparente.

k_e = Coste efectivo, considerando la existencia de inflación.

f = Tasa de inflación.

(54) SUÁREZ SUÁREZ, A.S.: *Op. cit.*, págs. 539 y 540.

(55) *Ibidem*, pág. 540.

(56) FERNÁNDEZ, A.I. y GARCÍA OLALLA, M.: *Las Decisiones Financieras de la Empresa*. Editorial Ariel. Barcelona, 1992. Págs. 178 y 179.

También puede ocurrir que, cuando existe inflación (57), los gastos financieros de los créditos (si no se encuentran indexados) se traduzcan probablemente en superiores cargas, incrementando el coste de capital determinado con inflación.

En cuanto a los recursos propios, capital, la particularidad surge del tiempo de permanencia, de vida de las acciones, que usualmente no tienen plazo de amortización definido, revelándose que su duración ha de considerarse ilimitada (58). En base a este plazo de vigencia ilimitada de las acciones que forman el capital social de la empresa y considerando un dividendo constante (D) a las mismas, con objeto de simplificar el cálculo, el coste (k_i) del capital social desembolsado (C_s) será igual:

$$k_i = \frac{D}{C_s}$$

No obstante, y a pesar de que la cuantía abonada en concepto de dividendo suele ser constante durante períodos más o menos largos, la principal dificultad para determinar el coste del capital social reside en que la observación del comportamiento de los dividendos no se revela factible a lo largo de los años, al no poder observarse de forma directa su mantenimiento o crecimiento.

Sólo con una serie histórica que ponga de manifiesto una evolución razonablemente estable del pasado más reciente, y un conocimiento lo más completo posible del entorno en el que se desarrolla la actividad de la empresa, así como de las expectativas futuras, quizás se podría establecer una proyección de la tendencia de aquéllos en el tiempo, que permitiese calcular el término general de la misma y así una estimación del coste.

Por otra parte, resulta razonable pensar que las empresas traten de que el dividendo crezca de acuerdo a una cierta tasa media constante, h , para que no se vean defraudadas las expectativas de los accionistas, pues uno de los primordiales objetivos financieros de la empresa es maximizar la riqueza de los mismos sin poner en peligro la permanencia de aquélla en el futuro. De este modo, el coste del capital social desembolsado sería el siguiente:

$$k_i = \frac{D}{C_s} + h$$

(57) Véase a este respecto QUESADA SÁNCHEZ, F.J. y OTROS: *Contabilidad e Inflación*. Pirámide. Madrid, 1993.

(58) Para el desarrollo de esta operación financiera, en la hipótesis de que $D_1 = D_2 = D_3 = \dots = D$ y donde la suma incluye infinitos términos, puede verse, por ejemplo: MAULEÓN, I.: *Inversiones y Riesgos Financieros*. Espasa Calpe. Madrid, 1991. Pág. 495.

Existen diversos motivos para pensar en la razonabilidad de la implantación de este criterio de crecimiento de los dividendos, pero sobre todo porque cuando existe inflación y los dividendos son constantes su valor real se reduce con el transcurso del tiempo y si se pretende mantenerlo en términos reales, la cantidad de unidades monetarias a abonar cada año tendrá que crecer en una tasa igual que la de inflación (59).

1.3. Cálculo del coste explícito de una fuente financiera para un ejercicio económico específico.

En base a las premisas anteriores de cálculo, y desde la óptica contable, se pueden lograr aproximaciones válidas del coste efectivo de cada fuente financiera mediante la utilización de la información recogida en los estados contables básicos, Balance, Cuenta de Pérdidas y Ganancias y Memoria, debidamente ajustados conforme a un tratamiento específico para el desarrollo de este análisis. En general, el coste explícito de las fuentes financieras se expresa por el cociente (60):

Gastos derivados de la financiación

Importe medio anual de la financiación

De este modo el coste efectivo de la deuda o capital ajeno y del capital propio, sin tener en cuenta el efecto impositivo, vendrá definido por las siguientes expresiones:

$$\text{Coste de la deuda} = \frac{\text{Gastos financieros del ejercicio}}{\text{Deuda media viva empleada en el período}}$$

$$\text{Coste del Cp retribuido} = \frac{\text{Dividendos activos a pagar}}{\text{Capital social desembolsado neto a su estado medio}}$$

(59) CONFEDERACIÓN ESPAÑOLA DE ORGANIZACIONES EMPRESARIALES (CEOE): *Gestión Económico-financiera*. Ediciones Mundi-Prensa. Madrid, 1991. Pág. 41.

(60) ÁLVAREZ LÓPEZ, J.: *Análisis de Balances (Integración e Interpretación)*. 14.ª edición (Revisada). Editorial Donostierra. San Sebastián, 1984. Pág. 196.

Donde:

Cp = Capital propio

$$\text{Coste financiero del capital social} = \frac{\text{Dividendos activos a pagar}}{\text{Capital social desembolsado a su estado medio}}$$

1.3.1. Valor medio de una fuente financiera.

Es frecuente que el coste de las distintas fuentes financieras para un ejercicio económico se obtenga dividiendo el coste originado por la financiación recibida durante ese período, entre el saldo de dicha fuente al final del mismo. Este hecho no resulta del todo correcto, ya que el cálculo del coste financiero de los fondos utilizados en un período, «implica considerar los elementos patrimoniales que de forma permanente mantiene la empresa durante el mismo y no los referidos a un instante del tiempo, por lo que se ha de contemplar el valor medio de cada fuente financiera en ese período objeto de análisis» (61).

En el caso de fuentes financieras cuyos movimientos a lo largo del ejercicio son escasos, resultaría adecuado, a fin de calcular su saldo medio, la aplicación de medias ponderadas, mediante la realización de la media de los distintos valores que cada fuente financiera toma a lo largo del ejercicio considerado, ponderando éstos por el tiempo que permanecen invariables.

Si se trata de fuentes financieras cuyo saldo varía continuamente, podría resultar más conveniente la toma de diferentes muestras relativas a los saldos de dichas cuentas a lo largo del ejercicio, apoyándose en los actuales medios informáticos, realizando posteriormente una media simple de todos los valores de la muestra, o aplicando el método estadístico de ajustes mínimos cuadráticos. En suma, se ha de establecer el balance medio o típico.

Los anteriores comentarios podrán llevarse a la práctica con relativa facilidad cuando se actúa desde el interior de la empresa. Por el contrario, si el análisis se efectúa desde el exterior a la sociedad, quizá no se disponga de la información necesaria para tal fin, quedando sometido a la suministrada únicamente por las cuentas anuales. En este caso, no queda otra alternativa más que el uso de la información reflejada en dichas cuentas y las explicaciones sobre ella en la Memoria, aunque siempre se debe ser consciente de las limitaciones de la misma.

(61) PIEDRA HERRERA, F.: «El Coste de los Recursos Financieros en el Ámbito de la Contabilidad Interna: Su determinación». *Actualidad Financiera*. Núm. 36/5 - 11 de octubre de 1992. Pág. C-489.

1.3.2. Los gastos financieros en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias.

La interpretación de las rúbricas registradas en el sistema contable no suele revestir especiales dificultades aparentemente, sin embargo la delimitación precisa de lo que se ha de contemplar y lo que se ha de desechar, así como el método más adecuado de cálculo empleado para confeccionar cada cifra, puede resultar más complejo y tener consecuencias de considerable trascendencia. Por tanto, una cuestión clave estriba en la delimitación, del modo más inequívoco posible, de qué operaciones, sucesos o incidencias, que afectan a la empresa, deben ser incorporadas, y bajo qué naturaleza, al sistema contable, o sea, en qué momento un hecho o acontecimiento que afecta a la empresa debe registrarse contablemente incorporándose, en consecuencia, sus efectos al Balance, y más concretamente aún, en qué momento y de qué forma debe imputarse atendiendo a su naturaleza y devengo a la Cuenta de Pérdidas y Ganancias (62).

Como dice José Luis URQUIJO (63): «Es relativamente frecuente que el sistema contable seguido por la empresa no proporcione directamente los datos específicos requeridos para el análisis de los costes financieros. Por ejemplo, los costes del aplazamiento de pago suelen aparecer incorporados al coste total de las mercancías; algo por el estilo, con algunas complicaciones más, sucede con las pérdidas por alteraciones en los cambios de divisas; también las comisiones y otras cargas financieras bancarias ofrecen, a veces, dificultades de valoración, catalogación e imputación».

Además, normalmente, resulta muy beneficioso que la empresa dedique una o varias personas a revisar y controlar cada uno de los cargos financieros (anotaciones) que la misma soporta y paga, verificando, por ejemplo, que coinciden con los acuerdos negociados y suscritos, y se corresponden con cálculos correctamente realizados, para, en su caso, forzar y conseguir una rectificación, así como establecer una clasificación de cada uno de los cargos e imputarlos al ejercicio concerniente. Sin embargo, los costes de los empleados que controlan los servicios financieros (64) suelen incluirse entre los gastos de personal, cuando deberían ser incorporados como gastos financieros, dentro del análisis de los costes financieros, para una adecuada determinación.

En todo caso, para el análisis del coste del capital, y su posterior comparación con la rentabilidad económica, a través de la información contenida en los estados financieros, resulta recomendable presentar la Cuenta de Pérdidas y Ganancias estructurada en forma de lista o vertical, previa reclasificación de los gastos:

(62) CEA GARCÍA, J.L.: *El Principio del Devengo en el Plan General de Contabilidad de 1990. Una Lectura Progresista en favor de la Imagen Fiel*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1993. Pág. 11.

(63) URQUIJO DE LA PUENTE, J.L.: *Análisis y Estados Financieros*. Ed. Deusto. Bilbao, 1993. Pág. 98.

(64) Para el análisis de los costes originados por el proceso de transmisión de renta puede consultarse: ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS. Principios de Valoración de Empresas: «Política Financiera y Valor de la Empresa». Documento Núm. 4. Madrid, 1992. Pág. 17 y ss.

Ventas Netas

- Coste de explotación

BAOAI (Beneficio de la actividad ordinaria antes de intereses e impuestos)

- Gastos financieros

BAODI (Beneficio de la actividad ordinaria después de impuestos)

- Impuesto sobre beneficios de las sociedades

BAODI (Beneficio de la actividad ordinaria después de impuestos)

- Dividendos activos

Autofinanciación (Reservas)

Donde los gastos financieros incluirían el interés explícito, ya sea de cuantía fija o variable, como concepto regular y periódico, más el interés implícito proveniente de la prima de emisión o de reembolso de carácter plurianual o, en su caso, el interés complementario en emisiones especiales como el derecho de participación en beneficios, lotes, premios en efectivo o en especie, derecho preferente de suscripción de acciones, incentivos a la conversión, indexadas, diferencias de cambio en moneda extranjera, etc., así como el interés considerado por el gasto de emisión o de formalización de la operación y, por último, la tasa generada por los gastos o comisiones de gestión financiera de carácter regular y periódico, etc.

En este orden de ideas, cabe también plantearse si de la totalidad de las rúbricas registradas como gastos financieros se deriva en realidad un coste financiero tal como las partidas «Pérdidas en valores negociables» o las «Diferencias negativas de cambio» provenientes de cuentas de activo; parece razonable que no, de modo que, en su caso, deberían ser excluidas del apartado gastos financieros.

El coste a pagar de una fuente de financiación responderá, de forma resumida, por ejemplo:

- *Crédito*: intereses sobre el saldo dispuesto, comisión de apertura y sobre el saldo disponible, timbre, corretaje, gastos de protesto, de devolución, comisión por cobertura de riesgo,...
- *Préstamo*: intereses, comisiones de apertura, agencia, dirección, etc., gastos de formalización y constitución del préstamo, seguros de cobertura, prima o diferencial sobre el tipo de interés de referencia, impuestos...

- *Empréstito*: intereses e incentivos, gastos de emisión o formalización, modificación, cancelación, de gestión financiera, de atención al sindicato de obligacionistas, de avales, impuestos,...
- *Capital social*: dividendos, derechos de suscripción, gastos de lanzamiento o colocación, impuestos,...

En consecuencia, en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias se precisa de una distribución correcta de los gastos plurianuales, a cada uno de los períodos a los que se vincula la medición del coste de una fuente financiera multiperíodo, en base a los fundamentos emanados del «principio de correlación de ingresos y gastos» y su reparto financiero.

Este principio requiere que los costes financieros se distribuyan a lo largo de la vida de la operación de forma proporcional al montante de la financiación neta empleada en cada ejercicio económico. En general, el gasto financiero a reconocer en cada período será el que resulta de aplicar la tasa o coste efectivo de la operación (calculado según el sistema general explicitado) al montante dispuesto en cada ejercicio económico (65).

1

Ejemplo:

Un empréstito emitido sin prima de emisión ni de reembolso tiene un plazo de amortización de dos años, siendo el tipo de interés anual del 15% (pos-pagable). Además, el sindicato bancario encargado de la colocación de la emisión de obligaciones ha facturado y cobrado el 5% del importe emitido. Libre de otros gastos de administración o de gestión.

Solución:

Cálculo de la corriente de cobros y pagos (*Cash-flow*):

Momento inicial:

	Cobros: Nominal del empréstito	1.000
	Pagos: Comisión de sindicato bancario	(50)
	<i>Cash-flow</i> neto	950

.../...

(65) ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS. *Serie de Principios Contables: Pasivos Financieros. Op. cit.,* pág. 36.

.../...

1.º año:

Pagos:	Interés regular y periódico	(150)
	<i>Cash-flow</i> neto	(150)

2.º año:

Pagos:	Interés regular y periódico	(150)
	Restitución del principal	(1.000)
	<i>Cash-flow</i> neto	(1.150)

Cálculo del coste efectivo:

$$0 = 950 - \frac{150}{(1 + k_i)} - \frac{1.150}{(1 + k_i)^2}$$

Donde: $k_i = 18'20\%$

PRIMER AÑO

BALANCE MEDIO

ACTIVO	TOTAL	PASIVO	TOTAL
Gastos formalización deuda .	50	Empréstito	1.000
.....

BALANCE MEDIO RECLASIFICADO

ACTIVO	TOTAL	PASIVO	TOTAL
.....	Empréstito	1.000
.....	Gastos formalización deuda	(50)
.....	950
.....

.../...

.../...

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

GASTO	TOTAL	INGRESO	TOTAL
Gasto financiero (*)	172'9
.....

(*) Gasto financiero = 950 x 0'1820 = 172'9 u.m.

$$k_i = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Deuda media empleada}} = \frac{172'9}{950} = 0'1820$$

SEGUNDO AÑO

BALANCE MEDIO

ACTIVO	TOTAL	PASIVO	TOTAL
Gastos formalización deuda .	27'1	Empréstito	1.000
.....

BALANCE MEDIO RECLASIFICADO

ACTIVO	TOTAL	PASIVO	TOTAL
.....	Empréstito	1.000
.....	Gastos formalización deuda	(27'1)
.....	972'9
.....

CUENTA DE PÉRDIDAS Y GANANCIAS

GASTO	TOTAL	INGRESO	TOTAL
Gasto financiero (*)	177'1
.....

(*) Gasto financiero = 972'9 x 0'1820 = 177'1 u.m.

.../...

.../...

$$k_i = \frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Deuda media empleada}} = \frac{177'1}{972'9} = 0'1820$$

Obsérvese cómo a través del establecimiento del Balance medio y una adecuada periodificación de los gastos financieros se puede obtener el coste efectivo de las fuentes financieras desde la perspectiva contable.

2. Coste implícito de la estructura financiera.

Toda inmovilización de fondos en la empresa que no provenga de una financiación externa no comporta un coste explícito sino uno implícito (66). Se denomina así, por tanto, al coste que representa para la empresa, principalmente, la utilización de la financiación interna (autofinanciación), que no supone pagos pero que tiene un coste de oportunidad. Para LEFWICH (67): «Son los costes de los factores propios, que frecuentemente se omiten al computar los gastos de una firma». Para Pierre CONSO, desde el punto de vista de la empresa: «La utilización de estos fondos bajo forma de activos, sea cual fuere su naturaleza, la priva de la remuneración que le habría aportado su colocación. Esta ausencia de ganancia se denomina coste de oportunidad» (68).

Desde una perspectiva financiera, el coste de oportunidad será el sacrificio que implica emplear esos recursos (autofinanciación) en la actividad desarrollada por la empresa en lugar de aplicarlos en otra inversión. Para LÓPEZ y MENÉNDEZ (69), desde un prisma de mayor contenido económico que financiero: «Este concepto puede entenderse como determinante del coste de uti-

(66) PIZARRO MONTERO, T.M. y ALFONSO LÓPEZ, J.L.: *Presentación y Análisis de Estados Contables*. Ed. Ciencias Sociales. Madrid, 1991. Pág. 426.

(67) LEFWICH, R. H.: *Sistemas de Precios y Asignación de Recursos*. Interamericana. México, 1970. Pág. 127.

(68) CONSO, P.: *La Gestión Financiera de la Empresa*. Tomo I. *Op. cit.*, pág. 52.

(69) LÓPEZ DÍAZ, A. y MENÉNDEZ MENÉNDEZ, M.: «Curso de Contabilidad Interna». Editorial AC. Madrid, 1989. Pág. 305.

lización de las cosas: el coste de utilización de cualquier cosa en una operación determinada es la merma de beneficio (o la oportunidad perdida) que resulta de no emplearla en la más conveniente de las demás utilizaciones alternativas».

En este orden de ideas, el coste de cada una de las fuentes financieras, que componen el Pasivo del Balance de situación, se determinará, desde la óptica contable, aplicando los criterios antes expresados con ligeras variaciones, por lo que se procede a efectuar un breve recorrido por algunas de las fuentes que presentan ciertas peculiaridades.

V. FONDOS AJENOS

Se denominan así todas aquellas deudas de la empresa, a corto o largo plazo, derivadas de la recepción de fondos de tesorería de terceros, independientemente de su aplicación, de la adquisición de activos con pago aplazado y de renovación de deudas. Estas fuentes financieras, en ocasiones, pueden analizarse con relativa sencillez, que no quiere decir ajena a dificultades, en lo que hace referencia al coste explícito que representa para la empresa cada una de las mismas, siguiendo el procedimiento de cálculo expuesto. En todo caso, y aunque sólo el endeudamiento suele ofrecer elementos de base objetivos para efectuar este cálculo de manera rigurosa, debe advertirse que el grado de certeza o indeterminación del coste de la deuda va a depender de las condiciones de cada operación financiera.

En opinión de José Luis CEA (70): «Serán operaciones de coste efectivo emisor cierto o determinado aquellas en las que todos los conceptos que lo definen se encuentran perfectamente prefijados en tiempo y cuantía, mientras que serán de coste incierto o indeterminado aquellas en las que todos o algunos de los conceptos no son conocidos totalmente de antemano por depender de hechos aleatorios o de actos de voluntad futuros de los tenedores de los títulos».

A veces, son tales las dificultades de calcular el coste del capital de la empresa en la práctica, que se habla de la utilización de un rango de posibles valores en vez de uno; como, por ejemplo, un coste de capital oscilante en un rango del 12-15%, pues existe deuda indizada (empréstitos) de las cantidades a restituir y/o de los intereses de interés variable (referenciadas al MIBOR, LIBOR, etc., más un diferencial) o con prima (cupón corrido o similar en la emisión y/o primadas en la amorti-

(70) CEA GARCÍA, J.L.: «Coste Financiero y Registro Contable de Préstamos y Empréstitos Ordinarios: Principios Teóricos y Solución del Plan General de Contabilidad de España». Instituto de Planificación Contable. Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1985. Pág. 8.

zación) o que posee tasa de interés variable con tipos máximos (*cap*), o mínimos (*floor*), o ambos (*collar*), acuerdos de permuta financiera, contratos de futuros financieros de diversos tipos conforme a la decisión de endeudamiento a corto o a largo plazo principalmente...

En este último sentido, la elección entre endeudamiento a largo o corto plazo, expresan BERGES y ONTIVEROS (71) que, «al margen de consideraciones estratégicas, como el mantenimiento de unos determinados ratios, viene fundamentalmente determinado por la comparación de los costes financieros para la empresa, bajo una u otra modalidad de endeudamiento».

1. Terminología de la deuda.

De lo antedicho se desprende que existen una serie de términos derivados de las diversas agrupaciones que de las deudas se pueden efectuar en función de sus características más singulares, y que resultan de sumo interés conocer, por ejemplo (72):

- Por su plazo de vencimiento (corto y largo plazo).
- Por su garantía (hipotecaria, prenda, aval,..., o sin garantía) y prelación (subordinadas).
- Por el valor efectivo de emisión (a la par, por debajo o sobre la par).
- Por el valor efectivo de reembolso (a la par o sobre la par).
- Al pacto formal de intereses de la operación (explícito e implícito).
- A la temporalidad del pago de intereses (prepagable o pospagable o cupón cero).
- Por la naturaleza del reembolso pactado (efectivo, en especie, convertibles, etc.).
- Por la opción de adquisición de acciones (con o sin opción).
- Por la moneda en que está instrumentado el reembolso de la deuda (pesetas, moneda extranjera, multdivisa, etc.).
- Por la naturaleza de las deudas (crédito financiero, de funcionamiento y bancario).
- Etcétera.

(71) BERGES LOBERA, A. y ONTIVEROS BAEZA, E.: «Cobertura del Riesgo de Fluctuaciones de Tipos de Interés y de Cambio mediante Operaciones a Futuros». Obra colectiva: *Ponencias y Comunicaciones II Congreso de AECA*. Instituto de Planificación Contable. Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1986. Pág. 680.

(72) ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS. *Serie de Principios Contables: Pasivos Financieros*. *Op. cit.*, págs. 18-20.

2. Adecuación de los recursos ajenos para el cálculo del coste financiero.

Los recursos ajenos se representan por su valor de reembolso en las rúbricas de acreedores del Balance de situación, de acuerdo con su naturaleza, pero, para el cálculo del coste financiero, deben ser minorados, en su caso, por la cantidad pendiente de suscripción y/o de desembolso, así como por los gastos iniciales de formalización de las deudas y los gastos financieros pendientes de devengo, al no constituir ni bienes ni derechos, considerando, en todo caso, simplemente la deuda media viva empleada en el ejercicio económico.

3. Crédito de Financiación.

Los compromisos de este tipo de deuda suelen adoptar diversas formas, y su valoración y medición del coste plenamente generado requiere la manifestación de las diferentes condiciones y acuerdos significativos pactados sobre las mismas (73). Esto es, son tan distintas las formas de articular la deuda ajena a largo plazo, que conlleva, en ocasiones, el requerimiento de la modulación del sistema general de cálculo (74).

3.1. Obligaciones convertibles.

El coste de estas obligaciones (75) resulta sumamente complejo para su determinación, en la medida en que la emisión de un empréstito que se lleva a efecto bajo la forma de obligaciones con la característica de convertibilidad, el obligacionista goza de la facultad de decidir, en plazo, fecha o fechas prefijadas, si convierte sus obligaciones en acciones de la empresa emisora a un precio también determinado o determinable, con cuantía distinta o no según el momento en que éste (el obligacionista) opte por la conversión, o si, por el contrario, exige la restitución del valor de las mismas a su vencimiento.

Habida cuenta de que el principio de prudencia requiere el empleo del coste efectivo más elevado de entre los que resultarían conforme a las distintas alternativas de vencimiento y precio, la tasa efectiva debe recoger los diferentes componentes de coste (pago de intereses, descuento de emi-

(73) BERNSTEIN, L.A.: *Análisis de Estados Financieros. Teoría, Aplicación e Interpretación*. Tomo I. Ediciones S. Barcelona, 1993. Pág. 196.

(74) Pueden estudiarse diversos supuestos de emisión de empréstitos en:

PRIETO PÉREZ, F. y CARRANCEJA Y LÓPEZ OCHOA, A.J.: *Problemas de Matemáticas Financieras. Resueltos en Hoja de Cálculo. Lotus 1-2-3*. Lex Nova. Valladolid, 1990. Págs. 171-278.

GONZÁLEZ CATALÁ, V.T.: *Enfoque Práctico de las Operaciones de la Matemática Financiera*. Biblioteca UTEHA de Economía y Administración de Empresas. Montaner y Simón, S.A. Editores. Barcelona, 1980. Págs. 283-404.

(75) Para ampliar y profundizar en el criterio base para el desarrollo de este epígrafe y otros, véase: ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS. *Serie de Principios Contables: Pasivos financieros*. Op. cit., págs. 41-43.

sión, prima de reembolso y otros gastos del empréstito), considerando que el incentivo a la conversión ofrecido al obligacionista es, también, de hecho, una mayor remuneración a satisfacer por la utilización de financiación externa, por lo que, cuando fuera susceptible de estimación sobre unas bases racionales, ha de ser tratado como un componente más del coste financiero del empréstito para calcular la citada tasa efectiva (76).

3.2. Leasing o contrato de arrendamiento.

El *leasing* se puede definir como un contrato especial de arrendamiento a través del cual el usuario se compromete y adquiere el derecho de disfrute, durante un tiempo pactado, un activo seleccionado libremente por él y comprado para tal fin por una entidad financiera o empresa de *leasing*, satisfaciendo, como contraprestación, un alquiler periódico hasta el término del contrato.

El *leasing*, tanto sea financiero como operativo (sobre todo, si juegan un papel importante en la financiación de una gran parte del activo), a efectos de análisis del coste de capital entendemos que debe contabilizarse como una deuda a largo plazo, conforme queda indicado en el Plan General de Contabilidad del 90 para el arrendamiento financiero.

En este caso, el coste efectivo de la fuente financiera viene delimitado por la fórmula general de actualización, pudiendo presentar ligeras diferencias respecto a otras fuentes financieras derivadas principalmente de las ventajas fiscales que suelen disfrutar: gasto fiscalmente deducible, deducción por inversiones, exenciones impositivas en la prestación de fianzas, avales, cauciones y demás garantías reales o personales que tengan por objeto garantizar el cumplimiento de las obligaciones establecidas, etc. El Impuesto sobre el Valor Añadido no implica un coste para el arrendatario, por las características de neutralidad de este impuesto.

3.3. Préstamo en divisas.

La insuficiencia (77) y limitación del mercado nacional, su poco atractivo y, con frecuencia, la ineludible necesidad de financiar operaciones en moneda extranjera, configuran, en ocasiones, de forma determinante, la decisión sobre la utilización de dicha fuente. En unión con el coste real que cualquier fuente financiera representa, el riesgo de cambio constituye un complemento potencial de la estructura de costes en la financiación en moneda extranjera, comportando, adicionalmente, la selección de la unidad monetaria que minimice la estructura de costes de la fuente, teniendo en cuenta la posibilidad de cobertura y el coste adicional que esta última puede reportarle. En efecto, el diferencial entre el cambio al contado y el cambio contratado en el momento de la contratación del seguro de cambio constituye uno de los componentes del coste financiero y, en consecuencia, deberá periodificarse hasta su reembolso en función de su tasa efectiva total.

(76) Puede analizarse otro criterio diferente en CONSO, P.: *La Gestión Financiera de la Empresa*. Tomo II. *Op. cit.*, pág. 181.

(77) LAINEZ GADEA, J.A.: *Análisis Contable del Riesgo de Cambio*. Instituto de Planificación Contable. Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1988. Pág. 80.

3.4. Proveedores de inmovilizado y otras deudas.

Si la obligación de deuda no devenga intereses, quizá sería conveniente mostrar el valor actual del montante que se pagaría en el futuro, descontado al tipo de interés al que la empresa hubiese obtenido en otro caso dinero prestado, de similar naturaleza y características (cuantía, vencimiento, garantías, etc.) (78). De esta forma, «no sólo se muestra la deuda con un importe adecuado, comparable a otras obligaciones de deuda que generan intereses, sino que además se facilita el cálculo del gasto de intereses que refleja el uso de esos fondos. Además, si la deuda es consecuencia de la adquisición de un activo, este tratamiento garantiza que no se produzca una sobrevaloración del coste a través de la sobrevaloración del importe de la deuda contraída» (79). En efecto, «cuando en operaciones a largo plazo se pacta un tipo de interés cero o sensiblemente inferior al de mercado, la utilización del interés pactado puede entrar en conflicto con los principios de precio de adquisición y de prudencia, los cuales requieren que los activos se valoren al coste de adquisición o de mercado, si éste fuese inferior» (80).

4. El Crédito de Funcionamiento.

El pasivo circulante está representado esencialmente por aquellos recursos destinados a la financiación de transacciones específicas derivadas del ciclo de explotación de la empresa, surgiendo de manera espontánea, sin ningún tipo de negociación, por lo que se denomina «pasivos espontáneos» o también «pasivos inducidos» (81).

4.1. Crédito de empleados, de deuda de intereses, de la Administración Pública y de otras.

Del conjunto de las fuentes espontáneas de financiación a corto plazo (82), existen algunas que presentan la especial característica de generar un coste nulo, como las remuneraciones de empleados, deuda por intereses pendientes de pago, impuestos y Seguridad Social por desembolsar, ... (83). Al mismo tiempo existen otras fuentes espontáneas que, a veces, producen un coste nulo y otras, positivo e, incluso, pasan a alcanzar niveles elevados, como el crédito de provisión.

(78) Pueden verse otras propuestas en ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS. *Serie Principios Contables: Pasivos Financieros. Op. cit.*, págs. 38-41.

(79) BERNSTEIN, L.A.: *Op. cit.*, págs. 196 y 197.

(80) ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS. *Serie Principios Contables: Pasivos financieros. Op. cit.*, pág. 40.

(81) URÍAS VALIENTE, J.: *Los Flujos Financieros en la Empresa*. Instituto de Planificación Contable. Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1983. Pág. 175.

(82) En virtud de las directrices del PGC, «las fuentes de financiación espontáneas no tienen coste explícito». ESTEO SÁNCHEZ, F.: *Análisis de Estados Financieros, Planificación y Control (Comentarios y casos prácticos)*. Edita: Centro de Estudios Financieros. Madrid, 1989. Pág. 25.

(83) Una exposición amplia de esta problemática se encuentra en FERRANDO BOLADO, M.: «El Coste de los Recursos Financieros Externos (1)». Obra colectiva: *Dirección Financiera de la Empresa*. Pirámide. Segunda edición. Madrid, 1992. Pág. 288.

4.2. Crédito de provisión.

El crédito de provisión o comercial es el concedido a la empresa por los suministradores de materiales y servicios, para el desarrollo de su proceso productivo y comercial, al permitir el aplazamiento de pago de las adquisiciones, siendo la forma financiera más utilizada a corto plazo, dada la flexibilidad para ajustar su montante, en condiciones normales, al nivel de actividad de la empresa.

El coste de estos créditos, generalmente, no viene explicitado en los documentos comerciales, aunque sí existe, en la medida que se aplica con frecuencia en este tipo de operaciones un «descuento por pronto pago», en base a lo que existe el criterio de que el verdadero precio de los materiales y servicios es el llamado precio al contado, en contra del criterio más extendido entre empresarios y comerciantes que consideran que es el precio a plazo, y que adopta la mayoría de la doctrina contable, habida cuenta que también es frecuente comprar al contado en lugar de a crédito, siendo inferior el precio de la mercancía.

En base a esa dicotomía, siguiendo el criterio de precio al contado, contablemente, cuando existe diferimiento en el pago, se debería registrar el descuento como un gasto financiero (abandonando las directrices del Plan), lo que supondría considerar un coste explícito del crédito comercial. Este tratamiento es conveniente si se quiere llevar a efecto la comparación de la rentabilidad económica con el coste de capital y así observar la adecuación de la inversión. Sin embargo, siguiendo el segundo criterio, se recogería en su totalidad como coste de la mercancía (ajustándose al Plan), lo que se traduce en aplicarle un coste implícito. Este tratamiento es adecuado si simplemente se pretende conocer el coste de las fuentes de financiación, debido a que, en caso contrario, implicaría una duplicidad de costes, al considerarlo como coste de la adquisición de la mercancía vendida, que reduce el BAOAII, y como gasto financiero.

De todos modos es usual que los proveedores concedan a la empresa el aplazamiento de los pagos un determinado número de días, «S» (30, 60 ó 90 días, por ejemplo), y que le permita un descuento por pronto pago del «Ki» por 100 si paga al contado o satisface su obligación antes de «s» (10 ó 15 días), lo que implica que el verdadero coste anual del crédito comercial se traduce en una tasa equivalente «Ke», tomando el año comercial de 360 días, del modo siguiente:

PRIMERO, si el descuento por pronto pago es del «ki» por 100 o por 1, para hacerlo más operativo, durante un número de días, «S», el coste real de ese período será:

$$K_r = k_i / (1 - K_i) \Rightarrow \text{(considerando el precio al contado como el verdadero)}$$

SEGUNDO, si el coste real corresponde a un período que es fracción del año, la tasa equivalente anual se convierte en:

$$k_e = (1 + K_r)^{360/S} - 1$$

o bien:

$$ke = (1 + Kr)^{360/S-s} - 1$$

El coste efectivo también se podría calcular de una forma directa, como sigue:

$$ke = (1 + Ki/I - Ki)^{360/S} - 1$$

o bien:

$$ke = (1 + Ki/I - Ki)^{360/S-s} - 1$$

Así, por ejemplo, si la política crediticia se sitúa en un 5% de descuento para pagos a 10 días y la totalidad a 60 días, el coste de utilización de los fondos provenientes del crédito comercial durante el plazo de 50 días corresponde a una tasa anual de:

$$0'05/(1 - 0'05) = 0'0526 \Rightarrow 5'26\% \text{ (considerando el precio al contado como el verdadero)}$$

De acuerdo al año natural y conforme al procedimiento de capitalización compuesta (84):

$$(1'0526)^{7'3} - 1 = 45'39\%$$

No cabe duda que la tasa anual se revela desmesurada en comparación con el tipo de interés de mercado, oscilante entre un 10 y 15%, que obtienen usualmente las empresas que no tienen una calificación desfavorable, siempre que el grado de riesgo atribuido a la empresa en particular no sea elevado.

Este análisis es obviado por un gran número de empresas, sobre todo aquellas pequeñas de crecimiento rápido, convirtiendo en una práctica habitual el empleo de las deudas con proveedores como fuente de financiación, cuando, de esta forma, están incurriendo en costes financieros elevados sin ser conscientes de ello. Además, en ocasiones, se da la circunstancia de que los proveedores proporcionan un mejor servicio posventa al cliente que hace frente al desembolso al contado, lo que puede generar un coste adicional.

(84) A tal efecto, para calcular el coste de esta fuente financiera siguiendo el procedimiento de capitalización simple, véase, por ejemplo, CASTILLO CLAVERO, A.M.; MARTÍN ROJO, I.; MORENO LORENTE, F.; RUIZ MOLINA, A. y TOUS ZAMORA, D.: *Prácticas de Gestión de Empresas*. Pirámide. Madrid, 1992. Pág. 297.

5. Crédito bancario.

Cuando la empresa se halla con déficit transitorio de tesorería como consecuencia de la composición y estructura de los créditos de provisión y de la movilización de las cuentas a cobrar, o por un aumento estacional del capital circulante..., puede resultar conveniente acudir a la consecución de un crédito bancario a corto plazo. No obstante, hay que tener en cuenta que, en el caso de tratarse de créditos por déficit de capitales permanentes, han de emplearse como una solución transitoria, intermedia o de prefinanciamiento, hasta conseguir que los citados capitales se posicionen adecuadamente en los niveles óptimos.

5.1. Crédito con garantía.

En la operativa del crédito bancario, confluyen una serie de elementos, además de los más significativos y habitualmente utilizados (interés, comisión de apertura y de disponibilidad, corretaje, etcétera), como los motivados, bien por las compensaciones exigidas por las entidades financieras en relación con la operación que se contrata, o bien por el sistema de liquidación del gasto derivado (prepagable o pospagable). En efecto, como una forma adicional de cobertura de riesgos para la entidad financiera, es frecuente que el crédito bancario vaya unido a depósitos de garantía, que suelen estar directamente vinculados a la cuantía y operación de crédito (oscilante entre el 5 y 20%) (85), lo que implica el mantenimiento de un saldo medio en la cuenta bancaria que se tiene con la entidad o una determinada imposición a plazo fijo,... Aunque también las compensaciones pueden ser de carácter indirecto, por ejemplo, cuando de alguna forma se tiene que realizar una serie de operaciones, como domiciliaciones de pagos, a través de banco (86).

Desde una perspectiva contable, se tendría que el coste efectivo de un préstamo simple, a partir de cuya comprensión puede derivarse el coste efectivo de la operación descrita anteriormente y de cualquiera de las que se van a estudiar en este apartado, viene determinado por el cociente entre el gasto financiero del préstamo en sí, menos el ingreso financiero percibido por las compensaciones y el importe nominal del préstamo menos la cuantía de las compensaciones, a su estado medio. No obstante, dependiendo de la operativa pactada, existen, de hecho, importantes variaciones en los costes de los diferentes tipos de transacciones crediticias (87).

(85) Para un conocimiento más completo de la forma en que se desarrollan estos créditos y otros tratados en este trabajo, se puede acudir a la exposición de CARRASCO CARRASCO, M.: *El Coste Efectivo de la Financiación Empresarial. La Financiación Bancaria*. Servicio de Publicaciones de la Universidad de Sevilla. Sevilla, 1988. Pág. 128 y ss.

(86) BUENO CAMPOS, E.; CRUZ ROCHE, I. y DURÁN HERRERA, J.J.: *Op. cit.*, pág. 337.

(87) LYPSEY, R.G.: *Introducción a la Economía Positiva*. Vicens Universidad. Barcelona, 1977. Pág. 452.

$$K_i = \frac{\text{Gasto financiero} - \text{Ingreso financiero}}{\text{Deuda a corto plazo a su estado medio} - \text{Depósito en bancos a su estado medio}} \times 100$$

El « K_i » sería el interés anualizado, si el pago de intereses es trimestral, quiere decir que el tipo de interés trimestral respondería a $K_i/4 = K'i$, luego el coste efectivo anual « K_c » equivaldrá:

$$K_c = (1 + K'i)^4 - 1$$

5.2. Descuento comercial y financiero.

El denominado descuento de letras o descuento comercial es una de las modalidades más empleadas del crédito a corto plazo a través de las entidades bancarias, fundamentado en el concierto previo de la respectiva «línea de descuento» en la que se especifica el montante máximo de efectos que la entidad bancaria se encuentra dispuesta a descontar y en la posibilidad de que goza la empresa de documentar en una letra de cambio u otros documentos (recibos, pagarés, etc.) los derechos de cobro sobre los clientes, cuando es aceptada por éstos. A fin de establecer el coste financiero de la citada operación, se ha de contemplar los descuentos (intereses) aplicados, las comisiones y el timbre de los efectos (letras de cambio)... (88).

Otra operación crediticia, que reúne características similares a la precedente, es el denominado descuento financiero, cuya transacción se documenta mediante letras de cambio no comerciales, convirtiendo el montante de las mismas, menos el respectivo descuento detráido en la entidad bancaria, en disponibilidades financieras (89). Estas deudas, para el cálculo del coste, deben registrarse por su nominal, minoradas por el descuento y los gastos inherentes a la operación.

5.3. Póliza de Crédito.

Otra modalidad de crédito bancario es la Póliza de Crédito, que consiste, en síntesis, en que un banco se obliga, dentro de un plazo y límite previamente pactado, a poner a disposición de la empresa a favor de la cual se abre una cuenta de crédito, de forma rotativa (realizando disposiciones y reintegros) y conforme a sus requerimientos, sumas de dinero o de otra forma que estime conveniente (90). Fundamentalmente el coste de esta operación se encuentra en función del crédito dis-

(88) BUENOS CAMPOS, E.; CRUZ ROCHE, I. y DURÁN HERRERA, J.J.: *Op. cit.*, pág. 337.

(89) *Ibidem*, págs. 337 y 338.

(90) GÓMEZ-REY, F.J.: *Créditos y Préstamos Internacionales*. Ediciones del Foro. Madrid, 1982. Pág. 34.

puesto, aunque también, a veces, adquiere una importancia significativa el coste generado por el crédito disponible, así como otros gastos asociados a la transacción crediticia. Desde la óptica contable, se tendrá:

$$K_i = \frac{\text{Coste financiero del ejercicio}}{\text{Crédito a corto plazo dispuesto a su estado medio}} \times 100$$

$$\text{Tipo de interés anualizado} = K_i\%$$

$$\text{Tipo de interés trimestral} = K_i/4 = k'i$$

$$\text{Tipo de interés anual} = (1 + K'i)^4 - 1$$

VI. EFECTO DEL IMPUESTO DE SOCIEDADES

Consecuencia del efecto que ejerce el Impuesto de Sociedades, el coste efectivo del capital ajeno puede sufrir reducciones o, el del capital propio, aumentos, a tenor de las distintas interpretaciones de las que es susceptible la acción recaudatoria de la Administración en relación con el beneficio de las empresas, pues va a depender de la consideración asignable al efecto impositivo sobre el beneficio, bien como gasto o bien como renta, lo que plantea dos hipótesis diferentes.

De este modo, se presenta la hipótesis-renta de que, en el caso de una cuota impositiva efectiva (t) del 35%, se exige un ingreso de una unidad monetaria para desembolsar una unidad monetaria de gastos financieros, mientras que, por el contrario, se precisan 1'54 unidades monetarias para una unidad monetaria de dividendo a pagar (91). En consecuencia, el coste financiero del capital social (K'i) respondería al siguiente valor:

$$K'i = \frac{K_i}{1 - t}$$

Donde «K_i» sería el coste financiero del capital social antes de considerar el efecto impositivo, viniendo expresado «t» en tanto por uno.

(91) CAÑIBANO CALVO, L.: *Contabilidad. Análisis Contable de la Realidad Económica*. Pirámide. Quinta edición. Madrid, 1990.

O bien:

$$K'i = \frac{100 \times Ki}{100 - t}$$

Estando expresado «t», en este caso, en tanto por 100.

Por otra parte se presenta la hipótesis-gasto, según la cual, el Impuesto de Sociedades impone una reducción del coste financiero de la deuda, pues para una cuota impositiva de «t» por 100, con cada 100 unidades monetarias (u.m.) pagadas en forma de intereses, comisiones, etc., se traduce en un ahorro de «t» u.m.

2

Ejemplo:

Si una empresa devenga un 10% anual sobre el principal de un préstamo y la cuota impositiva efectiva por el añadido alcanzado de renta es el 35%, el coste efectivo de la deuda ($K'i$) sería:

$$K'i = Ki (1 - t)$$

Donde:

Ki sería el coste de la deuda antes de considerar el impuesto sobre el beneficio de las sociedades.

$$K'i = 0'10 (1 - 0'35) = 0'065 = 6'5\%$$

De acuerdo a esta hipótesis el coste de los distintos tipos de deuda que contenga la estructura financiera vendrá dado por la tasa de interés efectiva de éstas, después de haber deducido los intereses de la base imponible del impuesto sobre el beneficio de la empresa, siempre que se haya obtenido.

En definitiva, se puede concluir considerando razonables ambas hipótesis. No obstante, fundamentándose en el tratamiento asignado por el Plan General de Contabilidad al impuesto sobre el beneficio de las empresas como gasto y no como renta, nos parece más oportuno considerar que el efecto impositivo disminuye la tasa efectiva de la deuda.

VII. LOS FONDOS PROPIOS

Los fondos propios provienen de las aportaciones directas de los accionistas o socios (constitución y ampliación de capital) e indirectas, retención de beneficios acumulados de los respectivos ejercicios económicos, manifestándose evidente que, cualquier resultado negativo, minorará este conjunto de fuentes financieras, neto patrimonial de la empresa (92), a los efectos de presentar la efectiva representatividad de estas fuentes financieras según valoraciones contables.

Las partidas a considerar en la enumeración de los fondos propios, atendiendo a lo establecido por el Plan General de Contabilidad en vigor, responden más a un criterio jurídico que económico, de tal forma que, como ya se ha explicado, los fondos propios quedan clasificados primordialmente en dos partidas: capital y reservas, pudiendo, a su vez, subdividirse ambas partidas en diversos elementos. En el capital, significando el capital social, se puede distinguir:

- Ordinario, y
- Preferente

Asimismo (93), dentro de cada categoría puede darse una serie de variedades que, a su vez, presentan diferencias básicas dignas de mención, pues, ocasionalmente o de forma permanente, suele existir más de una clase de acciones ordinarias, cuya distinción entre una clase y otra se expresa en derechos de dividendos, liquidación y otros, pudiendo resultar una clasificación como la siguiente:

- Respecto al capital social:
 - Capital social ordinario (acciones ordinarias simples).
 - Capital social privilegiado (acciones ordinarias privilegiadas).
 - Capital social preferente (acciones sin voto).

(92) El concepto de fondos propios que se utilizará responde prácticamente a la propuesta de AECA (1991, pág. 32): Capital social – capital social no desembolsado + reservas + remanente – pérdidas acumuladas – dividendos activos a cuenta – acciones propias + resultado neto después de impuestos = neto patrimonial. Tomado de GONZÁLEZ PASCUAL, J.: *Análisis de la Empresa a través de su Información Económico-Financiera*. Pirámide. Madrid, 1992. Pág. 100.

(93) BERNSTEIN, L.A.: *Op. cit.*, págs. 240 y 241.

En cuanto a las reservas, se pueden distinguir las siguientes:

- Prima de emisión de acciones.
- Reservas de revalorización.
- Reservas (legal, especiales, para acciones de la sociedad dominante, para acciones propias, estatutarias, voluntarias, por capital amortizado...).

1. Capital social.

El capital social responde al capital-riesgo de una empresa, caracterizándose por no entrañar una remuneración obligatoria o rendimiento garantizado que deba ser desembolsado en cualquier situación, ni un calendario o cuadro de amortización de la inversión de capital, al no existir un contrato entre prestamista y prestatario (empresa) que establezca el tipo de interés que debe pagarse y cuota del principal a reembolsar.

1.1. Terminología del capital social.

Conviene esclarecer la terminología básica en relación al capital social, derivada del contenido de las acciones ordinarias (simples y privilegiadas) y preferentes, con la que debe estar familiarizado un analista. Por ello, se manifiesta conveniente diferenciar entre diversos conceptos del término capital (94), entre otros:

- *Capital social*: cuando se trata de sociedades por acciones lo constituye la totalidad del valor nominal de los valores emitidos y suscritos.
- *Capital autorizado*: capital máximo aprobado que puede emitir el Consejo de Administración en plazo acordado y reglamentado, de acuerdo con sus estatutos sociales y disposiciones legales que le afecten.
- *Capital emitido*: aquella parte del capital cuyas acciones están a disposición de los suscriptores.
- *Capital suscrito*: es el que los accionistas se han comprometido a aportar.
- *Capital por suscribir*: es la parte del capital autorizado que las sociedades tienen en disponibilidad pendiente de suscripción.

(94) Para una descripción más amplia, puede verse GOXENS ORENSANZ, M.A. y GOXENS DUCH, A.: *Op. cit.*, pág. 97.

- *Capital desembolsado*: es el total o parte del capital suscrito que ha sido pagado por los accionistas.
- *Capital no desembolsado*: es el capital suscrito que aún no ha sido pagado por los accionistas.
- *Capital desembolsado a su estado medio*: es la parte del capital suscrito y desembolsado que corresponde imputar a un ejercicio económico en función a su momento de materialización en el activo.

De tal modo que es preciso distinguir entre el capital social autorizado, emitido, suscrito y desembolsado..., para identificar la cuantía efectiva materializada en los actuales activos y la pendiente para la financiación de las nuevas inversiones, así como otras partidas de consideración en la enumeración del capital social, como sigue:

Capital autorizado
– Capital pendiente de emisión

= Capital emitido
– Capital por suscribir

= Capital suscrito
– Capital no desembolsado

= Capital desembolsado

Esta distinción es válida tanto para las acciones ordinarias como para las preferentes.

1.2. La adecuación del capital social para el cálculo del coste financiero.

Como paso siguiente, de la configuración conceptual del término capital, nos centramos en la concepción del capital social en general y, desembolsado a su estado medio, en particular, obviando el capital social desembolsado a su estado medio afecto a la explotación, dada la dificultad de determinar y asignar a cada activo la fuente de financiación correspondiente.

Cabe señalar que el montante de fondos aportado por cada una de las acciones vendrá determinado por la diferencia entre el valor nominal total y la cuantía registrada en el activo, en las partidas «Accionistas (socios) por desembolsos no exigidos», «Accionistas por desembolsos exigidos», «acciones propias», tanto para su amortización como enajenación y por su valor nominal, los gastos de ampliación de capital y otros gastos inherentes a las mismas capitalizados, así como otros acti-

vos ficticios de no existir reservas para su cobertura, mientras que, por otra parte, en su caso, consideramos que se deberían sumar las aportaciones de socios, pues como dice Eduardo FONDEVILA (95): «A veces, en la práctica, aparte del capital social existen aportaciones de socios que deben considerarse como capital».

La diferencia entre el capital suscrito y el importe cuyo pago se le ha solicitado a la sociedad constituye el capital no desembolsado, conforme el criterio que plantea el Plan General de Contabilidad del 90 (Norma 8.^a, párrafo 1). Sin embargo, conviene explicar en referencia a los «accionistas por desembolsos exigidos», que deberá contemplarse simplemente por la porción efectiva que se haya desembolsado y por el tiempo utilizado (96).

En una hipotética clasificación del capital social, las acciones preferentes (acciones sin voto) deberían ser las primeras que apareciesen en la enumeración del mismo, porque sólo resultan afectadas después de que todas las demás cuentas de fondos propios de la sociedad hayan absorbido el impacto negativo de las pérdidas (art. 91.2 TRLSA), después, las privilegiadas y, por último, las ordinarias. Así, partiendo de esa disposición, y bajo el principio de empresa en funcionamiento, entendemos que esta clasificación del capital social se ajusta más fehacientemente a la representación de la imagen fiel de la empresa.

1.3. Capital ordinario.

Las acciones ordinarias constituyen los valores negociables primordiales de participación en la propiedad de la empresa, no gozando de privilegio pero recibiendo preferentemente la compensación del control de ésta, de la misma manera que se encuentran sometidas a todas las pérdidas. No obstante, las acciones ordinarias, al igual que los demás tipos de acciones, son retribuidas habitualmente mediante un dividendo en efectivo que, una vez aprobado por la Junta General de accionistas, se convierte en un pasivo exigible (deuda) de la empresa. Otra fórmula de pago del dividendo puede ser: en especie (dividendos en bienes), en acciones de otra sociedad o de la propia empresa (poseídas por la firma). En general, siguiendo el criterio de coste explícito, a los accionistas se les retribuye a través del pago de dividendos, por lo que el coste financiero de estas fuentes de financiación se puede determinar mediante la metodología general expuesta.

1.4. Capital privilegiado.

En cuanto a las acciones privilegiadas, que constituyen una forma de financiación intermedia entre las acciones ordinarias propiamente dichas y las acciones sin voto, se ha de manifestar que el privilegio no radica en aspectos de tipo político sino que estriba en aspectos económicos, al disfru-

(95) FONDEVILA ROCA, E.: *Diagnóstico Financiero de la Empresa*. Editorial Vicens-Vives. Barcelona, 1985. Pág. 43.

(96) Véanse consideraciones sobre el tema en HOUGHTON, D. y WALLACE, R.G.: *Términos y procedimientos contables*. Ediciones Deusto. Bilbao, 1991. Pág. 42.

tar sus tenedores de una garantía superior en el orden de prioridad y preferencia en relación con el derecho de cobro de dividendos sobre los poseedores de acciones ordinarias en el caso de que los resultados lo faculten y en relación con el supuesto de liquidación de la empresa. En cambio, su prioridad decae ante las acciones preferentes o sin voto, al ser estas las que tienen mayor preferencia en el orden de prelación en el derecho de cobro de dividendos (siendo acumulables, en caso de pérdidas) y en la liquidación de la empresa. En las acciones privilegiadas, como las acciones ordinarias, su coste puede ser representado mediante la metodología general expresada.

1.5. Capital preferente.

Las acciones sin voto nacen ante la constante aparición de accionistas absentistas que sólo buscan la mayor rentabilidad posible a través de los beneficios sociales, asegurándose un mínimo a través de su estipulación en los estatutos sociales de la empresa. Así pues, se denomina capital preferente a la emisión de acciones sin voto, que confieren a su titular preferencia, por un lado, en el derecho a obtener el reembolso del valor desembolsado antes de que se distribuya cantidad alguna al resto de los accionistas, en caso de liquidación de la empresa, y por otro, en el reparto de los beneficios, pues existiendo beneficios distribuibles, la sociedad está obligada a acordar el reparto del dividendo mínimo, y de no existir beneficios distribuibles o de no haberlos en cantidad suficiente, la parte del dividendo mínimo no pagada del dividendo deberá ser satisfecha dentro de los cinco ejercicios siguientes.

Así pues, las acciones sin voto nacen ante la constante aparición de accionistas absentistas que sólo buscan la mayor rentabilidad posible a través de los beneficios sociales, asegurando un mínimo a través de su estipulación en los estatutos sociales de la empresa.

El artículo 91 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, entre otras cuestiones, preceptúa que, una vez acordado el dividendo mínimo, los titulares de las acciones sin voto tendrán derecho al mismo dividendo que corresponda a las acciones ordinarias, pudiendo ocurrir que los tenedores de las acciones preferentes cobrasen y los de las acciones ordinarias no. Además, no se manifiesta extraño que una sociedad haya emitido diversos tipos de acciones sin voto, que difieren fundamentalmente en el importe del dividendo mínimo anual establecido, expresado normalmente en porcentaje del valor nominal.

Las características de preferencia, así como la naturaleza de cuasi-fija del dividendo, confieren a las acciones sin voto o preferentes algunas de las peculiaridades de los empréstitos, de tal forma que se suele decir que las acciones sin voto son aquellas que se aproximan económicamente al papel de los bonos u obligaciones, constituyendo, en expresión de Rodrigo URÍA (97), una «categoría intermedia entre acciones ordinarias y obligaciones».

(97) URÍA, R.: *Derecho Mercantil*. Ed. Marcial Pons Librero-editor. Edición decimosexta. Madrid, 1989. Págs. 466 y 467.

Parece lógico, por lo tanto, que al calcular el coste del capital social, se distinga, por un lado las acciones ordinarias (simples y privilegiadas) y por otro las acciones preferentes (con sus diversos tipos de emisión), ya que las unas y las otras pueden no percibir las mismas retribuciones. El coste del capital social se calcularía como:

CONCEPTO	VALORES ABSOLUTOS	VALORES RELATIVOS	COSTE EXPLÍCITO	COSTE PONDERADO
Capital social				
Acciones preferentes tipo A	A	a	Ca	a x Ca
Acciones preferentes tipo B	B	b	Cb	b x Cb
Acciones preferentes tipo C	C	c	Cc	c x Cc
Acciones privilegiadas	P	p	Cp	p x Cp
Acciones ordinarias	O	o	Co	o x Co

1.6. Capital rescatado o autocartera.

Se denomina «autocartera» a la posesión por la sociedad de sus propias acciones con carácter temporal generalmente, mediante la recompra o rescate después de que fueran emitidas y pagadas en su totalidad, esto es, a la adquisición de acciones ordinarias o preferentes por parte de la propia sociedad emisora de los valores, bien de forma gratuita u onerosa, y que implican el aguiamiento del capital social (98).

En el análisis del coste del capital social (ordinario o preferente), las acciones propias merecen consideración especial dado que pueden ser susceptibles de discrepancia en cuanto a su tratamiento y representación en el Balance, conforme queda estipulado en el Plan General de Contabilidad, y ser motivo de alteraciones del citado coste, especialmente, consecuencia del efecto que ejerce la pérdida del valor económico de los derechos de suscripción correspondientes a las mismas, en el caso de producirse una ampliación de capital.

Las empresas, para compensar y evitar la posible dilución del control de los antiguos accionistas, conceden derechos preferentes en la suscripción de las nuevas acciones para así poder conservar su misma proporción de propiedad respecto al capital global (99).

(98) Puede verse:

BUKICS, R.M.L.: *Análisis de Estados Financieros*. Ediciones S. Barcelona, 1993. Pág. 68.

WOELFEL, C.J.: *Análisis de Estados Financieros*. Ediciones S. Barcelona, 1993. Pág. 33.

(99) BUENO CAMPOS, E.; CRUZ ROCHE, I. y DURÁN HERRERA, J.J.: *Op. cit.*, pág. 340.

El antiguo accionista que no desee suscribir podrá vender los derechos que le confieren sus acciones, para compensar de este modo la pérdida que en teoría sufrirán sus valores negociables, mientras que aquellos que prefieran ejercer su derecho de suscripción pagarán el precio de emisión por las acciones nuevas que les correspondan suscribir.

Luego, si con la operación de adquisición de acciones propias se produce el aguamiento del capital social y la pérdida de todos los derechos, tanto políticos como económicos (art. 79.1 TRLSA), parece evidente que es preciso reconsiderar su representación en el activo cuando se trata de poner de relieve la incidencia del coste de capital en el fin económico de la empresa. Así pues, a tal fin, se manifiesta más adecuada su expresión en el pasivo disminuyendo los fondos propios (100) y, el valor económico de los derechos, como una mayor remuneración del resto de las acciones.

1.6.1. Coste derivado de la autocarera.

Estas acciones (101), también denominadas «acciones propias», se pueden adquirir en cumplimiento de un acuerdo de reducción del capital social, adoptado por la Junta General de accionistas, o para el cumplimiento de otros objetivos, cuyo fin último será la enajenación de las mismas (art. 75 y ss. TRLSA). De tal modo que las acciones propias pueden tener una doble funcionalidad en el seno de una empresa:

A) Acciones propias adquiridas para reducción del capital social.

En este caso, al calcular el coste del capital social deberá ser tomada en cuenta la circunstancia de la adquisición de acciones propias, en los siguientes términos:

- a) El valor nominal de estas acciones deberá disminuir el saldo de la cuenta «Capital social», por lo que el coste de esta fuente financiera vendría determinado por la expresión:

$$\text{Coste capital social} = \frac{\text{Dividendos}}{\text{Capital social} - \text{V.N. acciones propias}}$$

- b) La diferencia entre el precio de adquisición de las acciones propias y su valor nominal disminuirá o incrementará el saldo de las reservas, asignándose, al saldo resultante, un coste implícito.

(100) ASOCIACIÓN ESPAÑOLA DE CONTABILIDAD Y ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS. *Serie de Principios Contables: Recursos propios*. Documento Núm. 10. Madrid, 1992. Pág. 26.

(101) BANEGAS OCHOVO, R.; SÁNCHEZ-MAYORAL GARCÍA-CALVO, F.; GARCÍA MÉRIDA, J.: «Análisis del Coste del Capital Social Conforme a la Normativa Mercantil Vigente». *VI Encuentro de Profesores Universitarios de Contabilidad*. Madrid, 1994.

B) Acciones propias adquiridas por motivos diferentes a la reducción del capital social.

En este supuesto el tratamiento general aplicable es coincidente con el precedente, mereciendo especial atención la realización de ampliaciones de capital cuando la empresa posee acciones propias. Esto es, si la sociedad realiza una ampliación de capital, y a la vez, posee acciones propias, existirá un coste directamente asignable al resto de acciones en ese ejercicio, cual es el derecho de suscripción preferente que pierden las acciones propias en beneficio del resto (art. 79.1 TRLSA). En cuyo caso, el coste del capital social se calcularía como sigue:

$$\text{Coste capital social} = \frac{\text{Dividendos} + \text{Coste D.º suscripción} \times \text{N.º acciones propias}}{\text{Capital social} - \text{V.N. acciones propias}}$$

2. Reservas y otras fuentes asimiladas.

En primer lugar, es preciso llevar a efecto un estudio de la composición de las reservas, distinguiendo entre las provenientes de retención de beneficios, de las generadas por aportaciones adicionales al valor nominal de las acciones en las ampliaciones o constitución del capital social, de las constituidas por revalorización de activos, así como la de otras fuentes de procedencia diversa como son: las subvenciones, provisiones para riesgos y gastos, remanentes, pérdidas y ganancias del ejercicio,...

2.1. Terminología de las reservas.

Al igual que el capital social, las reservas requieren ciertas aclaraciones sobre su contenido, ya que ayudan al analista en el tratamiento a asignar a cada una de ellas. Así, respecto al término reservas (102), se dan las siguientes concepciones:

- Prima de emisión de acciones. Recursos generados por operaciones de capital correspondientes al momento de constitución y ampliaciones de capital, cuya procedencia, por tanto, se encuentra en el desembolso realizado por los accionistas, siendo el exceso de precio pagado sobre el valor nominal de las acciones emitidas y colocadas en el mercado primario.
- Reservas de revalorización. Son aquellas que no son generadas gracias a la actividad de la empresa sino producidas por operaciones de revalorización de activos dirigidas a evitar los efectos perniciosos del fenómeno de la inflación, generalmente de carácter voluntario

(102) QUESADA SÁNCHEZ, F.J.; JIMÉNEZ MONTAÑÉS, M.A. y SANTOS PEÑALVER, J.F.: *La Contabilidad de las Empresas Constructoras*. Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1994. Págs. 81 y 82.

pero sujetas a las leyes de actualización, disposiciones de carácter fiscal, y que reflejan, por tanto, el incremento de valor reconocido a un bien de activo ya existente, aflorando reservas tácitas (plusvalías) que debían figurar en su pasivo.

- Reservas. Tienen su origen en beneficios no distribuidos de carácter obligatorio (legales y estatutarias) y voluntario (especiales, para acciones de la sociedad dominante, para acciones propias, por capital amortizado -éstas adquieren el carácter de obligatorio cuando la empresa voluntariamente decide realizar determinadas transacciones-, voluntarias, etc.).

2.2. Adecuación de las reservas y otras fuentes asimiladas para el cálculo del coste financiero.

En base al contenido, posibles beneficios fiscales y a la temporalidad de cada una de estas partidas, se podría realizar la siguiente agrupación:

- Reservas (retención de beneficios):
 - Reservas de beneficios, normalmente no exentas del Impuesto de Sociedades:
 - Reserva legal.
 - Reservas estatutarias.
 - Reservas voluntarias.
 - Reservas especiales, cuando responden a lo establecido en el artículo 84 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas y otras disposiciones.
 - Reservas de beneficios, con frecuencia exentas del Impuesto de Sociedades:
 - Reservas especiales, cuando responden a la previsión para inversiones, de exportación, sociales y otras.
- Reservas y otras fuentes:
 - Prima de emisión (103).
 - Reservas por revalorización de activos.
 - Subvenciones.

(103) Debido a que responde a aportaciones efectivas de los accionistas, podría considerarse como capital. A estos efectos, «en alguno de los borradores del Plan Contable que se utilizaron como instrumento de trabajo, en el Instituto de Planificación Contable primero y después en el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, la prima de emisión de acciones figuraba en el subgrupo de capital, solución que parecía atender a la naturaleza

- Provisiones para riesgos y gastos.
- Remanentes.
- Pérdidas y ganancias (beneficio) del ejercicio.

Estas últimas partidas, como indica BEASCOECHEA (104): «Su consideración no ofrece dificultad, si su importancia y la precisión lo exigieran, evaluando su variabilidad (especialmente si fuera posible establecerla relacionándola con alguno o algunos de los restantes conceptos de la financiación)», por lo que no vamos a incidir sobre ellas, al considerar, como se ha dicho, que quedan tratadas en otros apartados de este trabajo.

2.3. Reservas.

La financiación destinada a la inversión puede constituirse en parte por beneficios retenidos, pudiendo considerarse que se trata de fondos gratuitos, al no tener un coste explícito, sin embargo le es asociado un coste de oportunidad, pues, en caso contrario, cualquier utilización de los mismos encontraría justificación (105). Así, para SAVAGE y SMALL (106): «El coste de los beneficios no distribuidos constituye esencialmente un coste de oportunidad, y equivale a lo que podría ganarse invirtiendo en algún otro sitio».

En concreto, para la determinación del coste de esta fuente financiera, del coste del sacrificio que supone su aplicación en el proceso productivo en vez de en algún otro sitio, puede venir dado por la aplicación de los criterios siguientes (107):

- Criterio de rendimiento externo. Se basa directamente en el cálculo de cuánto se ha dejado de ganar por invertirlo en la empresa en lugar de colocarlo en forma de préstamo o en forma de título o valor. Esto es, «consiste en buscar el coste de oportunidad mediante referencia a las inversiones que habría podido efectuar la empresa si no hubiera utilizado sus fondos» (108).

financiera de esta cuenta». AMADOR FERNÁNDEZ, S. y CARAZO GONZÁLEZ, I.: *Nuevo Plan General de Contabilidad; Comentarios y Casos Prácticos*. 2.ª edición. Edita: Centro de Estudios Financieros. Madrid, 1992. Pág. 57. No obstante, desde la óptica contable y en virtud del principio de prudencia, así como, además, porque estas aportaciones, efectuadas por los nuevos accionistas, responden a compensaciones por los sacrificios realizados por los antiguos en el pasado, nos parece más oportuno considerarlas como reservas.

(104) BEASCOECHEA ARICETA, J.M.: *Planteamiento y Desarrollo de las Empresas Industriales (Planificación Cuantificada)*. Instituto de Planificación Contable. Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1980. Pág. 369.

(105) RIVERO ROMERO, J. y RIVERO MENÉNDEZ, M.ª J.: *Análisis de Estados Financieros*. Editorial Trivium. Madrid, 1992. Pág. 233.

(106) SAVAGE, C.I. y SMALL, J.R.: *Op. cit.*, pág. 71.

(107) RIVERO TORRE, P.: *Op. cit.*, págs. 170 y 171.

(108) CONSO, P.: *Op. cit.*, pág. 182.

Una medida de ello es la que brinda la tasa de rentabilidad de las inversiones a largo plazo en el mercado financiero, a la que la empresa renuncia (109), o sea, se requiere el estudio del mercado de valores y preguntarse ¿cuál es la media de las rentabilidades de los valores negociables o la media de los préstamos... que la empresa hubiera podido realizar en ese mercado financiero? Parece lógico y razonable considerar la media del mercado, aunque puede resultar, al contemplar el criterio pesimista y optimista de teoría económica, que alguien piense en el límite extremo y decir que lo que se ha dejado de ganar es el equivalente a la máxima rentabilidad o el equivalente al préstamo más caro que se haya pagado en el mercado, límite máximo del coste de oportunidad; o, también, que el coste a tomar se corresponde con la tasa de menor rentabilidad o el interés básico publicado por el Banco de España, límite mínimo del coste de oportunidad, por ejemplo para la banca.

Como se puede observar es un estudio ajeno a la empresa, basado en las oportunidades o alternativas de inversión distintas de las que se utilizan en el propio proceso de producción y venta.

- Criterio de rendimiento interno. Se basa en el «efecto de sustitución financiera», es decir, en la medida que la empresa está destinando recursos autogenerados para financiarse, lo que está haciendo, desde el punto de vista financiero, es que sea menos necesario acudir a otras fuentes de financiación como son las ampliaciones de capital, la emisión de empréstitos, percepción de préstamos, etc. Es decir, cabe considerar que, «al invertir sus reservas, la empresa reduce sus necesidades de financiación, en cuyo caso el coste de tales reservas es igual al coste marginal de la fuente de fondos suplementaria a la cual debería haberse recurrido» (110).

Si cabe pensar que se está sustituyendo a recursos propios, esto es, que una reserva evita una ampliación de capital, en ese supuesto, se estaría valorando el coste de las reservas al mismo coste que los recursos procedentes de ampliación de capital. Naturalmente con la diferencia del efecto impositivo, siempre que las reservas paguen menos que el capital en el Impuesto sobre Sociedades por razón del reparto de dividendos o por no existir costes de emisión, y, además, porque la tasa de crecimiento y el riesgo asociado de la empresa se espera que varíen en el futuro, por ejemplo. En cierto modo, es preciso tener en cuenta esa posible diferencia de fiscalidad, entre una fuente de recursos propios autogenerados y otra de recursos aportados (111).

Sin embargo, también cabe pensar que, en algunos supuestos, dado que la primera fórmula tiene un límite externo y la empresa necesita una cantidad global de recursos, la reserva está sustituyendo la necesidad de recurrir a préstamos en la cuantía complementaria a esas ampliaciones de capital que marcan un acudir racional, en cuanto a ritmo, al mercado de renta variable.

(109) *Ibidem*, pág. 182.

(110) CONSO, P.: *Op. cit.*, pág. 182.

(111) Véase GARCÍA-GUTIÉRREZ FERNÁNDEZ, C.; MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, J. y PÉREZ GOROSTEGUI, E.: *Casos Prácticos de Inversión y Financiación en la Empresa*. Pirámide. Madrid, 1992. Pág. 258 y ss.

Pues bien, en ese caso, el coste implícito sería contemplando el que se tenga para los préstamos (a largo plazo, siempre) porque se supone que la empresa ha hecho la mejor gestión posible según su capacidad y, por tanto, también caben posiciones de límite inferiores, superiores e intermedias. De igual manera, siguiendo esa óptica de sustitución financiera, se actuaría con el resto de las posibles formas de financiación interna (112).

Una vez determinada la forma de calcular el coste asignable a cada una de las fuentes de financiación, bien explícito o bien implícito, la suma de las medias ponderadas de todos estos costes dará el coste de la estructura financiera, según se estudia en contabilidad analítica (113), en términos de coste de capital y no en términos de gastos financieros, pues, como dice Carlos MALLO (114), el coste financiero representa «el consumo valorado de capitales financieros necesarios para desarrollar la actividad económica».

El coste de capital es el único coste en sentido económico dentro del análisis financiero. Una empresa que todo lo financia con reservas, desde el prisma de la contabilidad financiera, tendría un coste financiero cero y parecería más rentable que financiarse con préstamos, cuando en realidad ha consumido en los dos casos recursos. Por tanto, los costes tienen que ser los existentes y normalmente no muy alejados unos de otros; luego no sirve considerarlos en términos de gastos financieros sino de coste de capital, pues, como se pronuncia P. HANSEN (115): «Es de importancia sumamente grande con miras al control efectivo de los esfuerzos de la gerencia de la empresa en los aspectos financiero y comercial, es decir, en su trabajo para obtener el capital y aplicarlo».

VIII. COSTE DE CAPITAL O DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA ACUMULADA AL CIERRE DEL EJERCICIO ECONÓMICO

El activo ha participado en la explotación y ha sido financiado por una de las fuentes siguientes: capital, reservas, empréstitos, préstamos, subvenciones, crédito de provisión, ... de las que se ha venido analizando los distintos costes que suponen aisladamente, dada su importancia en las decisiones de financiación, pero para las decisiones de inversión ha de conocerse el coste medio que implican globalmente.

-
- (112) Como es obvio, desde la perspectiva de la maximización de la riqueza de los accionistas, siempre será igual al coste del capital propio retribuido, pues si la rentabilidad no es igual o superior a éste, el valor de mercado de sus acciones decrecerá. Los accionistas que asumen y aceptan que total o parcialmente se retengan y acumulen los beneficios en forma de reservas, lo llevan a efecto con la esperanza de que estos fondos les proporcionen un rendimiento al menos igual al que conseguirían de haberlo colocado en inversiones alternativas. Lógicamente, si el fin u objetivo de la empresa es tratar de maximizar la riqueza de sus accionistas, la gerencia empresarial debería decidirse por la retención o no distribución de los beneficios únicamente si la inversión en la propia empresa fuese como mínimo tan atractiva como la mejor oportunidad de inversión de la que disfruten los citados accionistas, de tal forma que si éstos disfrutaran de unas oportunidades de inversión mejores, la totalidad de los beneficios deberían ser repartidos vía dividendos.
- (113) En términos generales, existe aceptación en la doctrina en relación a la inclusión del coste de capital en el ámbito de la Contabilidad Interna, como puede observarse, por ejemplo, en las conclusiones a las que llegan los autores BUENO CAMPOS, E.; CAÑIBANO CALVO, L. y FERNÁNDEZ PEÑA, E. en su obra: *Contabilidad analítica*. Instituto de Planificación Contable. Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1980. Pág. 202.
- (114) MALLO RODRÍGUEZ, C.: *Contabilidad de Costes y de Gestión*. Pirámide. Madrid, 1988. Pág. 375.
- (115) HANSEN, P.: *Contabilidad Interna de la Industria*. Aguilar. Madrid, 1961. Pág. 81.

A tal efecto, cada una de las fuentes que componen la estructura financiera han de incorporarse en el coste del capital en función a la importancia relativa que las mismas suponen en el total, por lo que la forma de calcular el coste de la estructura financiera acumulada es ponderando de acuerdo con ese criterio en orden a configurar un coste total medio.

El criterio más frecuente, por tanto, consiste en tomar la media ponderada de los costes de las diferentes fuentes de financiación, determinada en función de su peso en la estructura financiera global del Pasivo del Balance y **según la posición estable actual de la empresa**. De este modo, el coste de capital sería el siguiente:

FUENTES DE FINANCIACIÓN DEL ACTIVO	ESTRUCTURA FINANCIERA ACUMULADA		COSTE DE FINANCIACIÓN		COSTE MEDIO POND.
	VALOR ABSOLUTO	VALOR RELATIVO	EXPLÍCITO	IMPLÍCITO	
Capital social D	A	A/T = a	Ca	–	a Ca
Reservas	R	R/T = r	–	Cr	r Cr
Crédito financiero ..	E	E/T = e	Ce	–	e Ce
Crédito bancario	P	P/T = p	Cp	–	p Cp
Crédito de función ..	C	C/T = c	–	–	c 0
TOTAL	T	T/T = 1			CMP

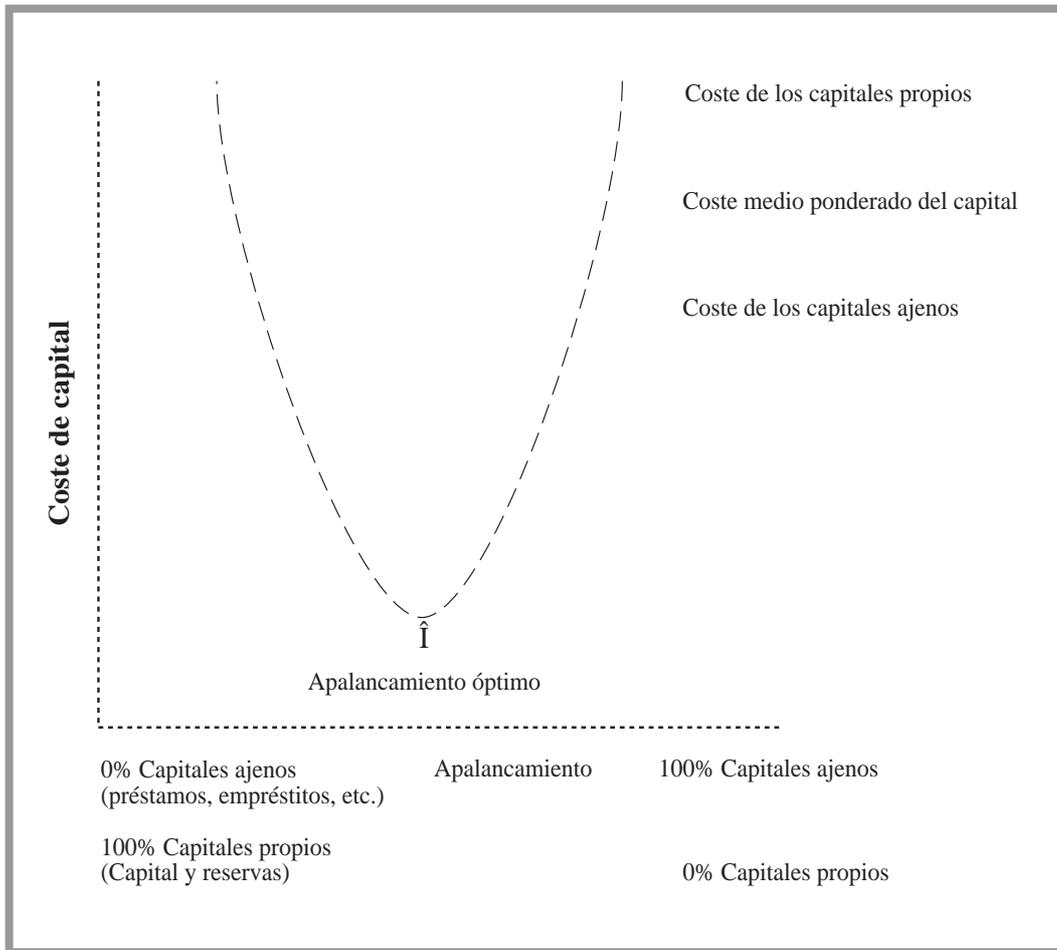
Donde se puede asignar:

$Cr = Ca = Ce$ siendo Ca y Ce el coste de oportunidad interno (coste del capital social o de los préstamos o empréstitos).

$Cr = Co$ siendo Co el coste de oportunidad externo (tipo de interés fijado por el Banco de España, por ejemplo).

De tal manera, se ha calculado con la suma del coste explícito e implícito una tasa de coste de capital o coste aportado por la estructura financiera para el período considerado. En general, el coste medio de las diferentes fuentes de financiación será la tasa mínima de rentabilidad económica exigida a la inversión. De acuerdo con el punto de vista tradicional, se puede decir que el coste medio ponderado del capital varía con el apalancamiento de la empresa, conforme se expresa en la figura siguiente (116):

(116) DAVIES, D.: *Op. cit.*, pág. 146.



El estudio sobre la combinación particular de recursos financieros o de un ratio de endeudamiento óptimo que minimice el costo de capital de la empresa o que maximice su valor, ha supuesto una amplia controversia en las últimas décadas en el área financiera y en especial a raíz del trabajo de MODIGLIANI y MILLER (M-M). Las posturas de los distintos autores se engloban en dos posiciones contrapuestas: la posición tradicional y la posición de M-M (117).

(117) Véanse las proposiciones de MODIGLIANI, F. y MILLER, M.: «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment». *American Economic Review*, 48, junio, 1958. Págs. 261-297.

En el caso más general (118), con impuestos y costes de insolvencia, se llegan a homogeneizar las propuestas de las dos posiciones, reconocido en el trabajo adaptado, después de las posiciones de DURÁN y otros, de M-M. La actividad de las empresas se realiza en un ambiente de incertidumbre y debe considerarse explícitamente la posibilidad de insolvencia o quiebra, si la empresa no cumple todas las obligaciones en que incurre como emisor de valores negociables.

De modo que el ratio de endeudamiento o *leverage* y el valor actual de los costes de insolvencia, pueden comportar un ratio de *leverage* que proporcione el mínimo coste de capital, antes de llegar a agotar la capacidad de endeudamiento de la empresa (119).

En efecto, el apalancamiento implicará una mayor volatilidad de la rentabilidad de los accionistas, y, consecuencia de ello, se impone un mayor riesgo financiero, lo que implica la exigencia de superiores dividendos por parte de los accionistas y, así como, además, de los acreedores, la demanda de intereses más elevados, lo que supone a su vez que todo ello redunde en un superior coste de capital.

IX. ANÁLISIS COMPARATIVO ENTRE LA RENTABILIDAD ECONÓMICA Y EL COSTE DE CAPITAL

Como se ha señalado reiteradamente, el conocimiento del coste efectivo de cada una de las fuentes financieras constituye «un elemento indispensable para las decisiones de inversión, ya que deberá cumplirse siempre que el coste medio de capital no debe ser superior a la rentabilidad de las inversiones para que éstas no generen pérdidas» (120).

El coste de capital sirve a dos fines cuando actúa como punto límite en los proyectos de inversiones: «si se utiliza la técnica de la rentabilidad interna del capital, la rentabilidad deberá ser mayor que este coste, y, si se utiliza la técnica del valor neto actualizado, entonces es el coste el que indica el valor que alcanza el excedente o déficit actualizado» (121).

(118) CUERVO GARCÍA, A.: *Análisis y Planificación Financiera de la Empresa*. Editorial Civitas. Madrid, 1994. Pág. 53.

(119) Los razonamientos y demostraciones se pueden consultar, por ejemplo, en FERNÁNDEZ BLANCO, M.: «El Precio de las Opciones y la Teoría Financiera». *Revista Española de Financiación y Contabilidad*. Vol. XVIII. Núm. 60, julio-septiembre, 1989. Págs. 733-770.

(120) GIL LAFUENTE, A.M.: *El Análisis Financiero en la Incertidumbre*. Editorial Ariel. Barcelona, 1990. Pág. 125.

(121) SAVAGE, C.I. y SMALL, J.R.: *Op. cit.*, pág. 68.

No obstante, destinar el coste de capital «como tasa de descuento en la evaluación de proyectos de inversión implica asumir que como consecuencia de la aceptación del proyecto en cuestión no va a variar ni la estructura de capital, ni la política de dividendos, ni el nivel de riesgo de la empresa» (122).

En suma, cuando se trata de una empresa en funcionamiento, se puede considerar la inversión a estudiar como una etapa o parte de una etapa del desarrollo de la misma en el tiempo, que no requiere recursos importantes en relación con el volumen total de recursos utilizados por la empresa, que, en general, de forma permanente, realiza inversiones más o menos numerosas. Esto es, se podría concebir como si la empresa atendiese las necesidades de su tesorería con las fuentes de financiación generales (capital, reservas, fondos de amortización y créditos, guardando las proporciones objetivo de la estructura de la financiación total que se desea alcanzar) de un coste de capital (K_c) y como si esta tesorería actuara financiando inversiones múltiples a lo largo del tiempo a un coste de capital (K_c) (123), apareciendo con un concepto económico claro la significación del coste de capital y su utilización en las fórmulas convencionales de cálculo de inversiones.

Además, resulta una información clave para diseñar la composición óptima, de la estructura financiera, puesto que se puede calcular la combinación de las fuentes de financiación que hace mínimo el coste medio ponderado del capital o al menos cuál es la combinación de fuentes financieras más adecuada en correlación con las rentabilidades de las inversiones.

En una primera fase, de gestión a largo plazo, el coste de capital resulta útil para la evaluación y selección de inversiones, sin embargo el análisis se orienta en otra dirección en fases posteriores de desarrollo efectivo de la actividad, abordándolo, en una gestión a corto plazo, desde dos perspectivas:

- a) Análisis de la rentabilidad económica, y
- b) Análisis del coste de capital según la estructura financiera existente, no suponiendo excesivas dificultades a la hora de plantear y llevar a efecto sus relaciones contables.

La comparación entre sí, sirve, además, para indicar en un determinado momento el margen de rentabilidad que en realidad puede alcanzarse.

(122) DURÁN HERRERA, J.J. y LAMOTHE FERNÁNDEZ, P.: *Gestión Financiera Internacional de la Empresa*. Instituto de Planificación Contable. Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1985. Págs. 472 y 473.

(123) BEASCOECHEA ARICETA, J.M.: *Op. cit.*, pág. 342.

De este modo, en el análisis de balances se impone también la comparación del coste de capital considerado con la rentabilidad económica (RE) alcanzada por la actividad, determinada por cociente entre el beneficio de la actividad ordinaria antes de intereses e impuestos (BAOAI) y el activo total neto a su estado medio, que ha sido necesario para el desarrollo de ésta:

$$RE = \frac{\text{BAOAI}}{\text{activo total neto a su estado medio}}$$

Rentabilidad económica > Coste de capital

En una primera visión, cabe señalar que, cuando la empresa alcanza una rentabilidad económica sólo suficiente para retribuir a sus fuentes de financiación, es de esperar que el precio de mercado de sus acciones permanezca invariable. Mientras que si la rentabilidad económica es superior al coste del capital, el precio de las acciones se elevaría en el mercado y, en caso contrario, si es inferior, el precio descendería.

Conforme a una segunda visión, cabe también una lectura comparativa individual, que permite corregir la financiación inapropiada según las rentabilidades alcanzadas, pues puede darse que alguna fuente en concreto genere un coste financiero superior a la rentabilidad económica, lo que implica un apalancamiento financiero negativo y esto introduce una reducción en las rentabilidades de los accionistas.

En todo caso, mediante esta comparación se determinará si la rentabilidad de las inversiones realizadas supera el coste de capital utilizado para su financiación, clave para observar las posibilidades de supervivencia y crecimiento de la empresa. Esto es, se trata de observar si se han cumplido los objetivos denominados «generales de la empresa», en los que habitualmente se trata de optimizar la rentabilidad. Se revela, no obstante, la duda razonable de si los objetivos generales conducirán a la maximización del valor de las acciones en Bolsa. Lógicamente parece normal que así sea, al menos a largo plazo, que es lo que efectivamente se estima, aun cuando puedan existir discrepancias a corto plazo (124), siendo desde esta perspectiva la base del enfoque de desarrollo que hemos pretendido imprimir al análisis de este tema.

(124) *Ibidem*, pág. 383.

Aunque a otra escala, asimismo, la consideración del coste de capital en el precio de coste permite la comparación entre distintas líneas de producto que exigen distinta inversión, ayuda a decidir entre fabricar o comprar, entre instalar o alquilar una planta, ..., proporcionando, en concreto, información de suma utilidad a la dirección empresarial en la toma de decisiones de gestión, tácticas y operativas.

X. CÁLCULO DEL COSTE DE CAPITAL: CRITERIO EXTERNO

El criterio externo toma como referencia exclusiva los datos contenidos en el Balance de situación y en la Cuenta de Pérdidas y Ganancias, clasificados para tal fin, en base a la información adicional contenida en la Memoria, siguiendo, en todo caso, criterios de contabilidad financiera, más una estimación del coste asignable a los fondos propios, contemplando, si es preciso, como punto de referencia, la información del mercado financiero.

Casi todos los análisis financieros externos se siguen enlazando éste al análisis de balances. Se toma como base el balance, cuenta de resultados y memoria o anexo y se elaboran todos los ratios, porcentajes y diferencias basándose en la contabilidad externa. Esto es consecuencia de que, quien analiza los balances es el analista financiero externo y éste dispone del dato externo (balance, cuenta de resultados...) y elabora los ratios mediante magnitudes, las cuales casi todas se pueden identificar tal como se publican, menos esta del coste financiero.

Normalmente se publica el gasto, el coste de los gastos explícitos, y a veces ni siquiera eso, porque una parte se registra como beneficio, como saldo de la cuenta de pérdidas y ganancias. El coste explícito asignable a la remuneración de recursos propios y más aún, dentro de ese saldo (de la cuenta de pérdidas y ganancias), no suele distinguirse o venir distribuido cuánto es lo que sería propiamente coste de los fondos propios y cuál es el beneficio, es decir, el añadido sobre el coste que la empresa ha obtenido como consecuencia de su actividad productiva.

El saldo de la cuenta de pérdidas y ganancias es una mezcla de la retribución al empresario en sus dos elementos básicos, como aportador del capital y como soportador del riesgo. El empresario asume la gestión, la coordinación y el riesgo, ya que todo negocio es un riesgo y, en consecuencia, toda empresa tiene una parte de riesgo, al menos en ese sentido de coste de oportunidad, que es el asumir, por parte del empresario, la inversión de su dinero en la empresa, cuyo significado se encuentra en que está asumiendo un riesgo, el de no obtener la rentabilidad que hubiera conseguido de haberlo invertido fuera de la misma: renta variable, fija,...

Desde ese prisma del empresario, debe darse, al menos, una remuneración del dinero invertido en el negocio equivalente al coste de oportunidad, pero se ha de tener en cuenta que, ése es el límite mínimo que hace aconsejable una inversión. A partir de ahí, el riesgo en sentido favorable o

desfavorable se transforma en que se pueden obtener menos situaciones de pérdidas, aunque el saldo de la cuenta de pérdidas y ganancias sea positivo, si se hubiera prestado el dinero acudiendo al mercado de valores que invirtiéndolo en el propio negocio.

El riesgo es positivo cuando se ha conseguido, al invertir esos fondos propios en el negocio, un tipo de beneficio superior al tipo de interés nominal. La diferencia entre el tipo de interés real y el nominal es exactamente la diferencia que determina si una inversión es aconsejable o no.

Desde el punto de vista financiero y económico, el tipo de interés real es el que proviene del saldo de la cuenta de pérdidas y ganancias y el tipo de interés nominal o monetario, el rendimiento externo de los mercados, de renta variable y de renta fija, ... En realidad, se podría decir que el empresario (empresa) asume la función de prestamista, la de aportador de recursos más la de coordinador de los factores, intentando superar el interés monetario.

Con frecuencia, el analista externo a la empresa carece de datos para hacer un análisis financiero riguroso, ya que tiene las magnitudes que engloban costes sin una separación básica y si no se puede calcular el coste de la estructura financiera, coste de capital, prácticamente todo el análisis va a estar de alguna forma viciado. No obstante, el no disponer de los datos de la forma indicada no es obstáculo para obtener aproximaciones válidas, a base de conocer el sistema.

Observando la cuenta de pérdidas y ganancias, si aparecen cargas financieras, se sabe que es el coste de los préstamos que figuran en balance. Asimismo, observando el saldo de la cuenta de resultados y los fondos propios, capital y reservas, reflejados en balance, se podría hacer un juicio sobre en qué medida ese saldo respecto al capital desembolsado es más o menos lo que supondría el coste en términos de oportunidad. Es decir, si se está pagando un 10% o 15% por los préstamos (en sentido genérico) y el saldo de la cuenta de pérdidas y ganancias respecto al capital desembolsado, no alcanza un 10% o 15%, es evidente que todo el saldo puede considerarse perfectamente como un coste y no como un beneficio, puesto que no ha superado el nivel que hubiere alcanzado prestando ese dinero. Determinadas esas dos variables, como también se tienen en el balance los fondos de reservas, bastaría con asignarle a éste un coste implícito para recalcular el coste de la estructura financiera.

En general, se ha de evitar el confusionismo a veces existente entre beneficio y coste de capital y dentro de coste de capital, lo que es carga financiera y coste de capital propiamente dicho, pues como reconoce SCHNEIDER (125) resulta necesario contemplarlos como instrumento comparativo que nos posibilite evaluar la suficiencia del resultado.

(125) SCHNEIDER, E.: *Contabilidad Industrial*. Aguilar. Madrid, 1972. Pág. 39.

BIBLIOGRAFÍA

Además de la bibliografía referenciada expresamente a través de las notas a pie de página, el autor ha consultado:

- BUENO CAMPOS, E.; CAÑIBANO CALVO, L. y FERNÁNDEZ PEÑA, E.: *Contabilidad analítica*. Instituto de Planificación Contable. Ministerio de Economía y Hacienda. Madrid, 1980.
- RODRÍGUEZ SAIZ, L.; PAREJO GAMIR, J.A. y CUERVO GARCÍA, A.: *Manual de Sistema Financiero Español*. 3.ª edición actualizada y revisada. Editorial Ariel, S.A. Barcelona 1990.
- ROJAS TERCERO, J.A.: *La información Contable Externa de los Fondos de Pensiones: Normativa Española*. Ed.: Universidad de Castilla-La Mancha. Cuenca, 1993.