

**UNIVERSIDAD DE CARABOBO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES
MAESTRIA EN ADMINISTRACION DE EMPRESAS
MENCION FINANZAS
CAMPUS LA MORITA**

**RATIOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS PRODUCTORAS DE
CUADERNOS ESCOLARES DEL ESTADO ARAGUA Y SU
OPTIMIZACION PARA LA SOSTENIBILIDAD**

Autor: Hernández Rivas Nohemi

La Morita, Mayo de 2014

**RATIOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS
PRODUCTORAS DE CUADERNOS ESCOLARES
DEL ESTADO ARAGUA Y SU OPTIMIZACION
PARA LA SOSTENIBILIDAD**

**RATIOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS PRODUCTORAS DE
CUADERNOS ESCOLARES DEL ESTADO ARAGUA Y SU
OPTIMIZACION PARA LA SOSTENIBILIDAD**



ACTA DE DISCUSIÓN DE TRABAJO DE GRADO

En atención a lo dispuesto en los Artículos 129 al 139 del Reglamento de Estudios de Postgrado de la Universidad de Carabobo, quienes suscribimos como Jurado designado por el Consejo de Postgrado de la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales, de acuerdo a lo previsto en el Artículo 135 del citado Reglamento, para estudiar el Trabajo de Grado titulado:

"RATIOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS PRODUCTORAS DE CUADERNOS ESCOLARES DEL ESTADO ARAGUA, PARA EL EJERCICIO 2012, EN BASE A SU OPTIMIZACIÓN PARA LA SOSTENIBILIDAD".

Presentado para optar al grado de **MAGISTER EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS MENCIÓN FINANZAS** por el (la) aspirante:

Nohemí Hernández R.
C.I. 9.694.503

Realizado bajo la tutoría de él (la) Prof. Hilda Briceño cédula de identidad N° 7.185.211.

Habiendo examinado el Trabajo presentado, se decide que el mismo está

Aprobado

En Maracay, Estado Aragua, a los veintún días del mes de mayo del año dos mil catorce.

[Firma]
Prof. William López

C.I: 10.272.031

Fecha: 21/05/2014

[Firma]
Prof. Wilfredo Camacaro

C.I: 5869147

Fecha: 21/05/2014

[Firma]
Prof. Francisco Cheng

C.I: 1237608

Fecha: 21/05/2014

.....FACES en Constante Innovación

UNIVERSIDAD DE CARABOBO/DIRECCIÓN DE POSTGRADO

AV. SALVADOR ALLENDE BARBLA. EDIFICIO ANEXO A FACES. MUNICIPIO, NAGUANAGUA- ESTADO CARABOBO, VALENCIA-VENEZUELA

Dedicatoria

A mi Alma Mater Universidad de Carabobo, por darme el privilegio de formar parte de su equipo de formadores de futuro y permitirme ampliar mi formación académica en el Campus La Morita

AGRADECIMIENTO

A Dios y mis padres por la formación, que me han dado y la fuerza para seguir siempre adelante.

A mi Esposo y mis tres hijas, por el apoyo incondicional y por regalarme su espacio y tiempo. Los Amo.

A mi Universidad de Carabobo que como institución, me brinda la oportunidad de mejorar y crecer profesionalmente y darme la mayor satisfacción ser docente.

A mis tutoras Prof. Hilda Briceño y Prof Consuelo Carrera, por su ayuda, apremio y colaboración constante para impulsarme a culminar este trabajo.

A mis Amigas y Colegas por su apoyo y amistad incondicional.

A todos mil gracias

**RATIOS FINANCIEROS DE LAS EMPRESAS PRODUCTORAS DE
CUADERNOS ESCOLARES DEL ESTADO ARAGUA Y SU
OPTIMIZACION PARA LA SOSTENIBILIDAD**

AUTORA: Hernández, Nohemí

FECHA: Mayo de 2014

RESUMEN

La investigación realizada se centra en el análisis del capital financiero de las empresas productoras de cuadernos escolares del estado Aragua para el ejercicio 2012, con base en su optimización para la sustentabilidad. Para ello se utilizaron bases teóricas referidas a la estructura de capital financiero, análisis de los estados financieros y sustentabilidad. La investigación se enmarcó en un proyecto factible, fundamentada en un estudio de campo de tipo descriptivo y apoyada en una revisión documental. La población y la muestra quedaron conformadas por tres (3) empresas productoras de cuadernos escolares. Los instrumentos de recolección de datos están constituidos por un cuestionario y una guía de observación aplicados a las tres empresas informantes. Todo ello fue validado por el juicio de expertos. Los datos fueron analizados en forma de histogramas. Se llegó a la conclusión de que las empresas operan sin considerar las consecuencias de no analizar el costo de capital financiero.

Se recomienda a las empresas productoras de cuadernos poner en práctica las sugerencias desde el punto de vista operativo, financiero y estratégico para impulsar el desarrollo económico y la correcta toma de decisiones.

Palabras clave: ratios financieros, empresas, optimización, sustentabilidad.

FINANCIAL INDICATORS OF MANUFACTURERS OF SCHOOL NOTEBOOKS IN ARAGUA STATE AND STREAMLINING FOR SUSTAINABILITY

AUTHOR: Hernández, Nohemí
DATE: May 2014

SUMMARY

The investigation focused on the analysis of the financial capital of manufacturers of school notebooks in Aragua state (central Venezuela), in fiscal year 2012, based on their streamlining for sustainability purposes. Theoretical grounds were used in reference to capital financial structure, analysis of financial statements, and sustainability. The investigation was conducted within the framework of a feasible project, relying on a field study of a descriptive nature and substantiated by a documentary review. Both the population and the sample comprised three (3) manufacturing plants of school notebooks. Data collection instruments included a questionnaire and an observation guide applied to the three informing companies; all of which was validated by experts. Data was analyzed in the form of histograms. It was concluded that these companies disregard the effects of their failure to ponder on the cost of the financial capital.

Manufacturing plants of school notebooks are advised to implement the suggestions made from the operational, financial and strategic viewpoints with a view to economic development and good decision making.

Keywords: financial indicators, companies, streamlining, sustainability.

ÍNDICE GENERAL

	pp
Dedicatoria	iiv
Agradecimientos	iv
Resumen	v
Lista de tablas	x
Lista de gráficos	xi
Lista de figuras	xii
Introducción	13
CAPÍTULO I: EL PROBLEMA	15
El problema	15
Formulación	20
Objetivos de la investigación	21
Justificación de la investigación	22
CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO	24
Antecedentes de la investigación	24
Reseña de Empresa	27
Bases Teóricas	30
Teorema Modigliani-Miller	30
Estructura de Capital	34

Componentes del Capital Financiero	36
Costo de Capital	41
Análisis de los Estados Financieros	44
Riesgos Financieros	58
Sostenibilidad	64
CAPÍTULO III. MARCO METODOLÓGICO.	68
Diseño de la investigación	68
Tipo de la investigación	69
Nivel de Investigación	69
Población y muestra	70
Técnicas e Instrumentos de Recolección de Datos	71
Validez de los instrumento.	73
Confiabilidad de los instrumento.	74
Técnica de análisis e interpretación.	75
CAPÍTULO IV. ANÁLISIS DE LOS DATOS	76
CAPÍTULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	94
Conclusiones	94
Recomendaciones	100
Bibliografía	107
ANEXOS	109
1-Instrumento de recolección de datos	110

3- Estados Financieros Manpa	114
4- Estados Financieros Capaco	117
5- Estados Financieros Invepal	120

LISTA DE TABLAS

	pp
1- Razones para estudio de la Solvencia	46
2- Razones para estudio de la Estabilidad	48
3- Razones para estudio de la Productividad	50
4- Indicadores Financieros en inflación relacionados con el Balance General.	54
5- Indicadores Financieros en inflación relacionados con el Estado de Resultad	57
7- Población de la investigación.	70
8- Escala de evaluación utilizada en validez del instrumento.	74
9- Crédito comercial – Endeudamiento.	77
10- Acciones – Utilidades retenidas	78
11- Producción, ventas, inventario	80
12- Producción, ventas, inventario.	83
13- Antigüedad cuentas por cobrar y cuentas por pagar.	84
14- Resultado monetario.	85
15- Solvencia, apalancamiento financiero y exposición monetaria	88
16. Créditos, acciones, utilidades retenidas y valor económico agregado	91
17- Resumes costo de capital	92

LISTA DE GRÁFICOS

	pp
1- Créditos	77
2- Patrimonio	79
3- Producción, ventas e inventario	81
4- Antigüedad inventario	83
5- Días Calle	84
6- Resultado monetario	86
7- Aumentos y disminuciones	86
8- Indicadores Financieros	88

LISTA DE FIGURAS

	pp
1- Áreas de trabajo para la producción de cuadernos	28
2- Condicionamiento de las Empresas	65
3- Enfoque integrado del desarrollo empresarial sostenible	66
4- Confiabilidad del Instrumento	75

INTRODUCCION

Es tradicional que las metas corporativas se traduzcan en realizaciones vinculadas a indicadores de gestión como la cuota de participación en el mercado, el índice de crecimiento en ventas esperado, la tasa de rentabilidad, los márgenes de utilidad, los excedentes monetarios implícitos al proyectar flujo de caja, la evolución de las inversiones, entre otros.

Entre estas metas también está el costo de capital financiero, definido por Suarez A. (1997:111) como “la tasa interna de rendimiento mínima requerida o tasa de corte de las inversiones”. Es la tasa mínima de rentabilidad para justificar el uso de los fondos los cuales pueden ser propios como las acciones comunes, acciones preferentes y cuantía acumulada de las utilidades retenidas y los fondos de terceros representados por créditos comerciales, bonos, deuda a corto y deuda a largo plazo.

Las empresas productoras de cuadernos escolares no escapan de esta realidad a pesar de tener una característica particular enmarcada en la temporabilidad de su ciclo productivo, estas deben analizar el costo de su capital financiero para garantizar la rentabilidad de los accionistas de la organización.

El objeto de estudio de esta investigación no está en cuantificar la tasa de rentabilidad del capital, sino en mostrar aspectos teóricos y técnicos de la administración de las fuentes de financiamiento, como son el concepto, estructura, marco legal, metodología de medición, ventajas y desventaja, riesgos financieros, y además presentar las posibles aplicaciones de la gestión financiera para las empresas productoras de cuadernos escolares, a través de la propuesta de estrategias para el mantenimiento del capital financiero y su optimización para la sustentabilidad.

La estructura de la investigación es la siguiente:

Capítulo I: Planteamiento de Problema: En este capítulo se plantea la problemática que da razón a la investigación, los objetivos general y específicos, también se presenta la justificación de la investigación.

Capítulo II: Contexto Teórico. Se presenta en este capítulo los antecedentes de la investigación y las bases teóricas, con su respectivo análisis vinculante al estudio, como sustento teórico del trabajo de maestría.

Capítulo III: Presenta el Marco Metodológico, en el cual se muestra el diseño, tipo de investigación, técnicas e instrumentos de recolección de datos, análisis de la información, validez y confiabilidad de los instrumentos de recolección de datos, entre otros aspectos.

Capítulo IV: Especifica los hallazgos, descripciones, frecuencias y gráficos derivados de los instrumentos aplicados a la muestra de las empresas productoras de cuadernos escolares.

Capítulo V: Este capítulo contiene la mayor agregación de la investigación, mostrando las conclusiones y recomendaciones producto de la evaluación de costo de capital de las empresas productoras de cuadernos del Estado Aragua.

CAPÍTULO I

EL PROBLEMA

Planteamiento del Problema

Las interrelaciones a lo interno de las organizaciones, ya sea a nivel internacional, nacional y local, están configuradas para atraer y administrar los flujos de información que compromete a los dirigentes empresariales a innovar constantemente su manera de actuar, debido a los cambios significativos del entorno económico-político-social-cultural en el cual se desenvuelven, como consecuencia de la globalización de la economía, la agrupación de los países en mercados comunes (MERCOSUR, COMUNIDAD ANDINA DE NACIONES - CAN, UNIÓN EUROPEA), además de la internacionalización de las bolsas de valores, el desarrollo de la tecnología de la comunicación, la inflación, la tasa de cambio, entre otros aspectos que ejercen su influencia en las organizaciones.

Es así como en el caso de Venezuela, su contexto económico está enmarcado por manifestaciones estructurales, caracterizada por grandes importaciones de los rubros de la canasta básica, elevada tasa inflacionaria, altos precios petroleros, presupuesto del Estado calculado por debajo del precio del barril de petróleo; variables que definitivamente afectan las finanzas de las organizaciones. Aunado a ello, está la incertidumbre en el aspecto político que genera inseguridad jurídica caracterizada por expropiaciones de empresas rentables, sólidas y con muchos años de existencia, lo cual incide en la disminución de nuevas inversiones; igualmente en lo social hay indicadores preocupantes como la inseguridad y altas tasas de desempleo, entre otras variables.

Aquí cabe mencionar lo expresado por Lovera (2002:2) “Venezuela es un país impredecible para realizar pronósticos económicos..... y la volatilidad e incertidumbre exigen a las empresas operar con amplia flexibilidad financiera para trabajar con éxito”. Esta situación genera un escenario incierto para nuevos emprendimientos productivos, al respecto desde el ámbito empresarial, Garay (2009:40) expresa que la inversión “es el acto mediante el cual se adquieren ciertos bienes con el ánimo de obtener unos ingresos o rentas a lo largo del tiempo. La inversión se refiere al empleo de un capital en algún tipo de actividad o negocio con el objetivo de incrementarlo”, es decir, consiste en renunciar a un consumo actual a cambio de obtener unos beneficios futuros y distribuirlos en el tiempo, por lo tanto su incentivo debe estar derivado de un entorno favorable.

En este orden de ideas, desde una consideración estrictamente económica, Suarez (1997:111) indica que “la inversión es la formación o incremento de capital, con el dinero que se puede disponer, bien sea dinero propio o dinero prestado”; en este sentido, toda operación de inversión lleva aparejada otra de financiación. El dinero necesario para financiar una operación de inversión puede tenerlo el propio inversor (los llamados fondos propios) o tener que solicitarlos en calidad de préstamo en el mercado de crédito (capital ajeno), los recursos invertidos en la empresa supone una retribución que recibirán los inversionista, el cual es conocido como costo de capital.

De lo antes señalado, el capital financiero posee un costo definido por Garay (2009:259) como “el rendimiento requerido sobre los distintos tipos de financiamiento, que representa la tasa mínima de rentabilidad necesaria para justificar el uso de los fondos”, en otras palabras, el costo de capital supone la retribución que recibirán los inversores por aportar fondos a la empresa, es decir, el pago que obtendrán los accionistas y los acreedores; en el caso de los accionistas, recibirán dividendos por acción, mientras que los acreedores se beneficiarán con intereses. Las principales fuentes a las que puede acudir para financiar las operaciones son:

créditos comerciales, préstamos bancarios, bonos, ganancias retenidas, acciones comunes y preferentes.

En este sentido se comprende, que el análisis del capital financiero no se sustenta de la apreciación del impacto monetario que causan los intereses, ni del manejo de valores nominales, ni al simple análisis del grado porcentual de endeudamiento; en consecuencia, su análisis depende de las variables interrelacionadas, como el costo del capital, el valor de la empresa que utiliza fondos de créditos, medible por un modelo de fijación de precio *CAPM (Capital Asset Pricing Model)*, que determina la tasa de retorno teóricamente requerida para un cierto activo y el precio de mercado de capital contable aportado por los socios o accionistas.

Por consiguiente, en la toma de decisiones financieras es importante reconocer la incidencia de la estructura de capital como efecto directo sobre el costo de capital (Gitman: 1986), es decir; siendo la estructura de capital una conjunción entre el capital social y el pasivo a largo plazo utilizado por las organizaciones para financiarse, es imprescindible tomar en cuenta la relación que tiene con el valor de las acciones, el riesgo y el rendimiento. Por ello, la toma de decisiones acertadas comprenden las diversas variables financieras y su vínculo con la estructura de capital.

En consecuencia, el entorno económico de Venezuela en la actualidad involucra variables de carácter financiero con incidencia en las decisiones empresariales debido a la dificultad para acceder a los dólares, al control cambiario y a las alianzas con países extranjeros con posiciones políticas similares, en detrimento de la participación del sector productivo venezolano, altas tasas de desempleo, inflación acumulada del año 2012 de 24,7% según datos del Banco Central de Venezuela; como factores que inciden en el riesgo, rendimiento y la posibilidad de inversión.

Asimismo y en atención a la problemática expuesta, en época de inflación resulta inadecuado administrar una empresa con las políticas y métodos aplicables a una economía caracterizada por estabilidad de precios, tal como afirma Zamorano (2006), cuando expresa que:

Los problemas que enfrenta la empresa dentro de un contexto inflacionario, implica el abandono de algunas políticas tradicionales o la aplicación de conocimientos más evolucionados de gestión, entre los cuales se encuentra la administración de las partidas monetarias, el mantenimiento del capital financiero y análisis de indicadores financieros en inflación. (p. 133)

En este orden de ideas, las organizaciones deben realizar un estudio de las relaciones existentes entre los diversos elementos financieros y sus tendencias, basado en sus estados contables, los cuales deben mostrar la situación y desarrollo financiero alcanzado por la empresa en el contexto de sus metas y estrategias establecidas.

Por ello, dentro del ámbito industrial que existen en Venezuela, empresas del ramo paplero, específicamente las productoras de cuadernos escolares, las cuales son objeto de estudio de esta investigación, que se caracterizan por un ciclo estacional de ventas durante el año por el hecho de ser un producto comercializado solo en temporada escolar, demandando un significativo volumen de inversión para elaborar la producción.

En este sentido las empresas papeleras han presentado dificultades operativas determinantes en el cierre de líneas productivas, como es el caso de los cuadernos espirales, y el posicionamiento de importaciones de grandes empresas en el mercado Venezolano, por estos hechos, estas empresas se han visto en la necesidad de buscar

alternativas financieras para enfrentar la difícil situación por la que están pasando. Al respecto, desde un punto de vista general, Ortiz (2005:432), refiere que “hay que restaurar la deuda en función del entorno económico, financiero, político, para mantener la industria operativa”. Es decir, las empresas requieren acudir al financiamiento para seguir operativas.

Por consiguiente, las empresas objeto de esta investigación, se caracterizan por presentar altos niveles de producción en el primer semestre del año, para luego realizar las mayores ventas en los meses de mayo a septiembre, con la finalidad de satisfacer una cadena de comercialización que realiza sus ventas al consumidor final entre los meses de agosto-septiembre, cumpliendo con el calendario escolar venezolano, ocasionando una administración no tradicional de sus operaciones financieras, representada por un flujo de caja fluctuante durante los doce meses del ejercicio económico.

Específicamente, las empresas papeleras recuperan su liquidez al cierre del ejercicio económico, producto de la realización de las cobranzas de la temporada escolar y este largo plazo de recuperación del efectivo les genera fuertes problemas de iliquidez, pago de altas tasas de interés, incumplimiento de los compromisos a su vencimiento, manejo de fondos propios con grandes aportes de capital, financiamiento de capital ajeno a través de figuras como cogestión empresarial que genera liquidez inmediata con la banca pública, bajo ciertos parámetros de tipo político-social más que financiero, como lo es la participación accionaria de los trabajadores; lo que evidentemente influye en el costo de capital financiero.

Finalmente, es pertinente que las empresas bajo estudio conozcan su costo y estructura óptima del capital, para obtener un beneficio de su inversión, así como promover el desarrollo de la organización; evidenciándose claramente, la necesidad de realizar análisis financieros con la finalidad de obtener los elementos de juicio para

evaluar los ratios financiero, debido a la temporalidad de su proceso operativo como empresas productoras de cuadernos escolares.

De allí, que tomando como base los argumentos planteados y en función de obtener respuestas a la problemática objeto del estudio, se desarrollan las siguientes interrogantes:

¿Cómo está estructurado el capital financiero de las empresas productoras de cuadernos escolares?

¿Cuáles indicadores financieros deben ser utilizados por las empresas productoras de cuadernos escolares para analizar el rendimiento de la inversión en economías inflacionarias?

¿Cuál sería la estructura óptima de capital financiero de las empresas productoras de cuadernos escolares?

Es por ello que se plantea la inquietud que sirve de impulso para la investigación:

Formulación del Problema

¿Cuál sería el capital financiero óptimo para que las empresas productoras de cuadernos escolares del estado Aragua se mantengan en el tiempo?

Para dar respuestas a estas interrogantes, se plantean los siguientes objetivos:

Objetivos de la Investigación

Objetivo General

Analizar los ratios financieros de las empresas productoras de cuadernos escolares del estado Aragua, para el ejercicio 2012, en base a su optimización para la sostenibilidad.

Objetivos Específicos

- Describir la composición de la estructura financiera de las empresas productoras de cuadernos escolares del estado Aragua.
- Señalar el ciclo financiero de las empresas productoras de cuadernos escolares del estado Aragua.
- Caracterizar los indicadores financieros ajustables a las empresas productoras de cuadernos escolares, relacionados con la estructura financiera.
- Analizar los ratios financieros, de las empresas productoras de cuadernos escolares del estado Aragua, en el ejercicio 2012, para su permanencia en el mercado.

Justificación de la Investigación

La utilidad del estudio se ha estimado por su vigencia y pertinencia en el medio empresarial venezolano, en el cual ha surgido interés por este tipo de disertación y por el aporte que pueda emerger para enfocar el análisis financiero y tener insumos necesarios para una correcta toma de decisiones.

Por consiguiente se estima que la investigación posee relevancia para las personas y las unidades económicas, por la fundamentación conceptual vigente en el ámbito financiero y las realidades empresariales y gerenciales concretas del país y del estado Aragua en especial, así como por los aportes que puede ofrecer a la gerencia para enfocar el aspecto clave de manejo monetario. Particularmente, en un contexto económico – empresarial de cambios de muchas variables económicas que influyen en el desempeño empresarial.

En este orden de ideas representa un aporte para los gerentes, porque fomenta el uso de estrategias que faciliten la interpretación del costo del capital financiero y el desarrollo de las habilidades crediticias para usar las fuentes de financiamiento.

En este sentido, el estudio de estructura de capital es importante para las empresas de todos los sectores productivos, por tanto, las oportunidades de inversión deben evaluarse para decidir donde dirigir los flujos de efectivos.

Por consiguiente, aún cuando el tema se conoce desde hace tiempo, la inclusión en el estudio de las variables externas propias del país y del área productiva a la cual va dirigido el mismo, conjuntamente con los nuevos elementos de análisis implica una alternativa para la toma de decisiones en las estrategias de inversión de esta área en particular. De allí, que la investigación beneficiará a:

Las empresas sector papelerero en relación a la evaluación de fuentes de financiamiento adecuadas, tasas de rendimientos favorables, uso racional de recursos financieros y una acertada toma de decisiones.

Al ámbito docente de la Escuela de Administración Comercial y Contaduría Pública de la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales de la Universidad de Carabobo al incorporar como tema nuevo en la asignatura de Contabilidad en Épocas de Inflación, análisis del costo del capital financiero a través de indicadores económicos que miden costo y rendimiento como parte integral del desarrollo teórico – práctico de la asignatura, con la finalidad de analizar el rendimiento del capital utilizado por la empresa y analizar las acciones gerenciales para mantener un flujo de caja que corresponda con el riesgo en el cual se incurre por el uso del capital.

A las ciencias económicas y sociales, en dos vertientes, la primera en el ámbito económico que incremente la difusión de la importancia de la estructura del capital financiero y su incidencia en el costo de capital como valor agregado para la toma de decisiones acordes con el entorno económico. En segundo lugar desde la óptica social, ocuparse del desarrollo empresarial aunado a la conservación de medio ambiente de organizaciones que se sirven directamente de los recursos naturales.

Y finalmente contribuye a la Maestría de Administración de empresa mención Finanzas, de la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales de la Universidad de Carabobo enmarcado en la línea de investigación de Gestión Financiera, como antecedentes a futuras investigaciones.

CAPITULO II

MARCO TEÓRICO

En este capítulo se presentan los antecedentes, así como las bases teóricas y legales que sirvieron de sustento a la investigación. Los antecedentes relacionan los estudios previos que, según Denzin (2000:67), son “trabajos realizados por otros autores y que guardan relación con el estudio a realizar”

Antecedentes de la Investigación

Tremarías, D. (2011) **“Diseño de un plan estratégico financiero basado en el modelo Balanced Scorecard, para el departamento de Finanzas en las empresas en Venezuela caso: General Motor Venezolana, C.A.”** El objetivo principal es diseñar un plan estratégico financiero basado en el modelo Balanced Scorecard, enmarcado bajo la modalidad de proyecto factible, una muestra intencional a la cual se le aplicó cuestionario y entrevista no estructurada. Su importancia reviste en que los resultados de las tomas de decisiones en las organizaciones se van hacer de forma más eficaz al entender las ventajas del cuadro de mando integral Balanced Scorecard y equilibrar los indicadores de gestión.

Su relación está representada que la alta gerencia tiene la responsabilidad de explicitar la estrategia y definir objetivos estratégicos específicos y bajo las distintas perspectivas del Balanced Scorecard es posible generar un conjunto de objetivos coherentes entre sí y que sean fáciles de comprender para los distintos niveles de la organizaciones productoras de cuadernos escolares del Estado Aragua. El Balanced Scorecard no es la estrategia, pero ayuda a que la definición de la estrategia tome en

consideración y haga explícitos muchos aspectos que, de otro modo, no se transmitirían con la misma claridad.

Hernández, W. (2007) **“Propuesta de alternativa de financiamiento para capital de trabajo por parte de organismos gubernamentales del estado Aragua que contribuyan a crear y desarrollar la pequeña y mediana empresa (PYME) del sector alimento ubicado en la zona industrial de San Vicente en el Municipio Girardot”**. Esta investigación consistió en estudiar las alternativas de financiamiento para capital de trabajo que ofrecen los organismos gubernamentales para apalancar a las Pymes, este estudio está bajo un diseño no experimental – bibliográfico, fundamentado en una investigación de campo bajo modalidad de proyecto factible, el área de estudio fueron las Pymes, con una población de nueve empresas y una muestra censal del 100 por ciento.

A partir del análisis se pudo concluir que la gran mayoría de las Pymes encuestadas desconocen la existencia de estos organismos gubernamentales del estado, que ofrecen financiamiento a este sector, esto es debido a la falta de una buena política de promoción para conocer programas crediticios.

La manifestación expresada por Hernández es aplicable las entidades productoras de cuadernos como alternativa de financiamiento para capital de trabajo por parte de organismos gubernamentales y cubrir las fuentes de financiamiento requeridas por las mismas.

Buriel M. (2010) **“Análisis comparativo entre el EVA (Economic Value Added) y los indicadores financieros tradicionales de medición del valor”** El presente trabajo tuvo enfoque fundamental el análisis comparativo entre el EVA y los indicadores financieros tradicionales de medición, como objetivo general se

estableció el análisis de las ventajas del EVA como herramienta alternativa para el cálculo y evaluación del valor económico agregado. La presente investigación está enmarcada como documental de tipo de campo.

Del análisis comparativo entre el EVA y los indicadores financieros tradicionales de medición de valor se desprende que el EVA es eminentemente superior como metodología para el cálculo, medición y evaluación de la riqueza.

Este acierto alcanzado es aplicable a las empresas productoras de cuadernos escolares, relacionado con el capital financiero, como lo es el EVA que permite considera la productividad de todos los factores usados para desarrollar la actividad empresarial, en el área de cuadernos, para el ejercicio 2012.

Paris M. (2011) **“Importancia de la aplicabilidad de los índices financieros, productivos e informe de gerencia para evaluar el desempeño económico de la empresa avícola el girasol, C.A. ubicada en Montalbán Edo. Carabobo”**. El objetivo de esta investigación se enmarca en el análisis de indicadores financieros para estudiar a las organizaciones avícolas. En el marco metodológico se decidió utilizar diseño no experimental, tipo de campo, nivel descriptivo con la recolección de datos a través del cuestionario y una entrevista a una población de diez personas.

Se concluyó la inexistencia de aplicación de indicadores financieros y se procedió a recomendar el levantamiento de la data para generar los índices, demostrando que el análisis en base a indicadores de contabilidad histórica no reflejaban el problema de descapitalización existente en la empresa avícola el girasol. Hallazgo aplicable a la presente investigación por incluir análisis financieros con cifras ajustados por efectos de la inflación, considerando relevante su necesidad de invertir grandes cantidades monetarias para cubrir la producción de la zafra de las empresas productoras de cuadernos.

Reseña de empresas productoras de cuadernos

Sin duda, resulta interesante conocer el proceso de fabricación de un cuaderno, acompañante permanente y fiel de todos los estudiantes, desde los niveles de educación básica hasta el nivel superior universitario, así como de muchos profesionales, técnicos y especialistas de distintas áreas que se desenvuelven en diferentes tareas con sus cuadernos. El papel es una estructura obtenida en base a fibras vegetales de celulosa, las cuales se entrecruzan formando una hoja resistente y flexible.

Estas fibras provienen del árbol y según su longitud se habla de fibras largas de aproximadamente 3 milímetros (generalmente obtenidas de Pino Insigne u otras coníferas) o fibras cortas de 1 a 2 milímetros (obtenidas principalmente del Eucalyptus). Según el proceso de elaboración de la pulpa de celulosa, ésta se clasifica en mecánica o química, cada una de las cuales da origen a diferentes tipos de papel en cuanto a rigidez y blancura.

Dependiendo del uso final que se le dará al papel, en su fabricación se utiliza una mezcla de los diferentes tipos de fibras, cada una de las cuales aporta características específicas al papel. El proceso productivo del cuaderno se puede separar por áreas de trabajo las cuales aportan cada una de ellas una parte indispensable de un cuaderno. (Ver figura No. 01)

En Venezuela, específicamente en Maracay existen empresas como: Manufacturas de papel C.A., conocida en todo el país como MANPA, exactamente fue fundada el 30 de Marzo de 1950 por Gustavo Delfino Arriens, Juan Delfino Rodríguez, Carlos H. Maury y Ladislao Caballero. La producción estaba orientada a la fabricación de sacos multipliegos destinados a cubrir las necesidades de la fábrica nacional de

cementos y de bolsas para todo uso en el comercio y la industria en general. Ambas plantas comenzaron operando en el mismo galpón, ubicado en Los Cortijos de Lourdes, en la ciudad de Caracas.

Figura 01. Áreas de trabajo para la producción de cuadernos.



Fuente: Empresa MANPA 2013

En 1989, se adquirió la empresa CAHIS HERMANOS & CO. SUCESORES, C.A., incorporando una nueva línea de productos de consumo masivo: cuadernos,

libretas y útiles escolares de marca ALPES, estableciéndose adicionalmente una cadena de distribución nacional.

La empresa Caracas Paper Company S.A (CAPACO). Es la más antigua, grande y moderna empresa familiar convertidora de papel que opera en Venezuela, la cual fue fundada el 06 de Octubre de 1953.

Sin embargo, vale la pena conocer con mayor detenimiento las raíces antiguas y profundas que tiene esta compañía. A comienzos del siglo XX (1920), en uno de sus viajes por el Caribe, el fundador de CAPACO se interesó en el área industrial del papel e ingresó a trabajar en la sección de papelería de la firma Riera Toro & Van Twistern, en Cuba, donde adquirió conocimientos y experiencia en el ramo. En la década de los años 50, junto a sus hermanos, fundó CAPACO iniciando sus operaciones en la ciudad de Caracas en 1953, con máquinas traídas de Cuba. Los primeros renglones producidos fueron, carpetas manila, cuadernos escolares y papel en resmas.

Años más tarde debido a una mayor demanda de productos, que exigían mejor capacidad de distribución, en 1968 se construyó la planta de manufactura y almacenaje en Maracay, Estado Aragua, actual sede de la empresa. CAPACO.

Para el año 2001 VENEPAL entra en situación de atraso judicial dejando atrás una gran trayectoria como empresa líder en el mercado papelerero creada en el año 1.954, fundada por Eugenio Mendoza Goiticoa y algunos empresarios en el Municipio Juan José Mora, Morón Edo- Carabobo. Posee 5.600 hectáreas aproximadamente de terrenos distribuidos en los estados: Aragua, Carabobo, Yaracuy y Falcón, muchos de los cuales sirven para la producción agroindustrial. Venepal durante años ha exportado a todo el mundo su material de producción, llegando a emplear miles de trabajadores.

Hasta 1997 Venepal era calificada como una empresa solvente técnica y financieramente. A partir de ese año la empresa entra en un proceso de decrecimiento continuo. En diciembre de 2004 es declarada en quiebra la Empresa.

El 13 de enero del 2005 la Asamblea Nacional declaró en forma unánime la utilidad pública e interés social, la puesta en operatividad, uso y aprovechamiento de los bienes muebles e inmuebles pertenecientes a la empresa VENEPAL C.A. El 19 de enero se decreta la adquisición forzosa de los bienes muebles e inmuebles pertenecientes a VENEPAL por parte del Ejecutivo Nacional.

El 31 de enero se procede a la creación de INVEPAL por parte del Presidente de la República. Finalmente el 01 de Abril del 2005 con el concurso de la Procuraduría General de la República y un tribunal executor del Municipio Puerto Cabello, se obtiene el permiso para laborar dentro de las instalaciones de la empresa.

Bases teóricas

Parafraseando a Martínez (2006), cuando se usan teorías existentes, estas deben permitir generar ideas o directrices para orientar la investigación o sus explicaciones e interpretaciones. Al respecto la investigadora se basó en el teorema que data de 1.958 de Modigliani-Miller (llamado así por Franco Modigliani y Merton Miller) es parte esencial del pensamiento académico moderno sobre la estructura de capital de la empresa. El teorema afirma que el valor de una compañía no se ve afectado por la forma en que ésta es financiada en ausencia de impuestos, costes de quiebra y asimetrías en la información de los agentes.

Oponiéndose al punto de vista tradicional, el teorema establece que es indiferente que la empresa logre el capital necesario para su funcionamiento acudiendo a sus accionistas o emitiendo deuda. También es indiferente la política de dividendos.

Proposiciones del teorema Modigliani-Miller en el caso de que no haya impuestos

Se consideran dos empresas en todo idénticas excepto en su estructura financiera. La primera (empresa U) no está apalancada; es decir, se financia únicamente por las aportaciones de los accionistas. La otra sociedad (empresa L) está apalancada; se financia en parte con acciones y en parte con deuda. El teorema Modigliani-Miller afirma que el valor de las dos compañías es el mismo:

Proposición I: $V_U = V_L$

Donde V_U es el valor de la empresa sin apalancamiento = precio de compra de todas las acciones de la empresa, y V_L es el valor de una empresa con apalancamiento = precio de compra de todas las acciones de la empresa más todas sus deudas.

El teorema se basa en el siguiente razonamiento o supongamos que un inversor está indeciso entre invertir una determinada cantidad de dinero en la empresa U o en la empresa L. Será indiferente para él comprar acciones de la empresa apalancada L o comprar acciones de la empresa U y simultáneamente pedir prestado en la misma proporción que la empresa L lo hace. El rendimiento de ambas inversiones será el mismo. Por lo tanto el precio de las acciones de L debe ser el mismo que el de las acciones de U menos el dinero que el inversor B pidió prestado, que coincide con el valor de la deuda de L.

El razonamiento para ser cierto necesita una serie de fuertes supuestos. Se asume que el coste de pedir prestado dinero por el inversor coincide con el de la empresa, lo que sólo es cierto si hay asimetría en la información que reciben los agentes y si los mercados financieros son eficientes.

Proposición II:
$$r_S = r_0 + \frac{B}{S} (r_0 - r_B)$$

r_S es el coste del capital de la empresa.

r_0 es el coste del capital de una empresa sin apalancamiento.

r_B es el coste de la deuda.

B/S es la ratio entre deuda y capital propio de la empresa.

Esta proposición afirma que el coste del capital de la empresa es una función lineal de la ratio entre deuda y capital propio. Un ratio alto implica un pago mayor para el capital propio debido al mayor riesgo asumido por haber más deuda. Esta fórmula se deriva de la teoría del coste medio del capital.

Las dos proposiciones son ciertas siempre que se asuma:

-No hay impuestos.

-No hay costes de transacción.

-Los particulares y las empresas pueden pedir prestado a los mismos tipos de interés.

Proposiciones del teorema Modigliani-Miller en el caso de que haya impuestos

Proposición I:
$$V_L = V_U + T_C B$$

V_L es el valor de una empresa apalancada.

V_U es el valor de una empresa sin apalancamiento.

$T_C B$ es el tipo impositivo(T_C) x el valor de la deuda (B)

Es evidente que hay ventajas para la empresa por estar endeudada ya que puede descontarse los intereses al pagar sus impuestos. A mayor apalancamiento, mayores deducciones fiscales para la compañía. Sin embargo, los dividendos, el coste del capital propio, no puede ser deducido en el pago de los impuestos.

Proposición II:
$$r_S = r_0 + \frac{B}{S} (r_0 - r_B) (1 - T_C)$$

r_S es el coste del capital propio.

r_0 es el coste del coste del capital de una empresa sin apalancamiento.

r_B es el coste de la deuda.

B/S es la ratio entre deuda y capital propio.

T_C es el tipo impositivo.

Esta relación sigue demostrando que el coste del capital propio crece al crecer el apalancamiento debido al mayor riesgo asumido, la fórmula es distinta a la de la proposición cuando no había impuestos.

Los supuestos asumidos son:

-Las empresas son gravadas con impuestos con tipos impositivos T_C , en sus beneficios después de intereses.

-No hay costes de transacción

-Los particulares y las empresas pueden pedir prestado al mismo tipo de interés

Los supuestos de su trabajo son los siguientes:

Mercado de capitales perfecto.- La información no tiene ningún costo y además está disponible para todos los inversionistas. Se asume la racionalidad de los inversionistas.

Los valores esperados de las distribuciones de probabilidad de la utilidad operacional esperada para los periodos futuros son los mismos que los de la utilidad operacional presente.

Todas las empresas pertenecientes a una clase determinada tienen el mismo grado de riesgo.

Compendio teórico

El compendio teórico es definido por Baptista y Otros (1998: 39) como “un conjunto de constructo (conceptos), definiciones y proposiciones relacionadas entre si, que presentan un punto de vista sistemático de fenómenos, especificando relaciones entre variables, con el objeto de explicar y predecir los fenómenos” es decir, son los basamentos teóricos que dan sustento al tema en estudio y que en la investigación la temática está enmarcada en el ámbito contable y financiero.

Estructura del capital:

Según Gitman. (1986:475) La estructura de capital se determina mediante la combinación del pasivo a largo plazo y el capital social que una empresa utiliza al financiar sus operaciones. Expresa que existen básicamente dos tipos de capital; el adeudo o ajeno y el de aportación o patrimonio, donde el primero es cualquier tipo de

fondo a largo plazo obtenidos en empréstitos que deben cumplir ciertas condiciones como:

- Adecuado registro del crédito.
- Presentación de estados financieros cuando lo requiera el prestamista.
- Mantenimiento de los activos de la empresa.
- Prohibición de cuentas por cobrar que afecte la liquidez de la empresa.
- Restricción de capital de trabajo, para evitar caída o banca rota de la empresa.
- Restricción de los activos fijos en cuanto a venta.
- Prohibición de involucrarse en arrendamientos financieros.
- Prohibición de fusionarse o participar en combinaciones que altere la composición estatutaria.
- Además de restricciones salariales, administrativas, dividendos, entre otros.

De igual forma, involucra el costo de la deuda a largo plazo que se determina en función de la tasa de interés, el monto del préstamo y su vencimiento, el grado de riesgo financiero y el costo del dinero. Este costo generalmente es más alto que el préstamo a corto plazo.

Por otra parte, Gitman (1996:476) se refiere al capital de aportación como los fondos a largo plazo proporcionado por los propietarios de la empresa. Estos fondos se esperan que permanezcan indefinidamente en la organización, lo componen las acciones preferentes, acciones comunes y utilidades retenidas, cada una de ellas tiene un costo diferente de acuerdo a las características de las fuentes de aportación. Los proveedores de capital de aportación asumen riesgos mayores y por tanto deben ser compensados con rendimientos igualmente mayores.

Componentes del capital financiero

Para Brigham (2001:480) “los renglones que aparecen en el lado derecho del balance general de una empresa, los diversos tipos de deuda, acciones preferentes o acciones común, reciben el nombre de componentes de capital, cualquier incremento de los activos totales debe financiarse con un aumento en uno o más de estos componentes de capital”.

El capital es un factor necesario para la producción, y al igual que cualquier otro, tiene un costo y cada uno recibe el nombre de costo componente de capital, segregada en Costo de: deudas, acciones preferentes, acciones comunes y utilidades retenidas.

Fuentes de financiamiento, parafraseando a Ortiz A. (2005):

- Créditos comerciales.
- Endeudamiento: préstamos, empréstitos y bonos emitidos.
- Acciones preferentes.
- Acciones comunes.
- Ganancias retenidas

Créditos comerciales:

Préstamo que se realiza a empresas de indistinto tamaño para la adquisición de bienes, pago de servicios de la empresa o para refinanciar deudas con otras instituciones y proveedores de corto plazo. Aunque el crédito comercial concedido por los canales de suministro normales no está afectado por la tasa de interés, cuando las empresas no cancelan sus compromisos, conforme a la fecha convenida en la operación del intercambio, se incurre en un costo de capital causado por los descuentos comerciales perdidos.

Factor de cálculo:

DP = Promedio mensual de descuentos perdidos

Cp = Promedio mensual de cuentas por pagar

t = Tasa de impuestos sobre la renta

Formúla del Costo:

$$\text{Costo} = \frac{Dp}{Cp} (1-t)$$

El costo del capital calculado debe entenderse como el castigo al que son sometidas las empresas que no cumplen a tiempo sus compromisos comerciales y renuncian al otorgamiento de los descuentos previamente convenidos.

Endeudamiento: préstamos, empréstitos y bonos emitidos:

Son créditos que deben amortizarse a largo plazo, asumiendo el compromiso de cancelar los intereses pactados y el capital suministrado por la entidad financiera.

Cuando la deuda se contrae con inversionistas que adquieren bonos no convertibles en acciones emitidas por la empresa, estos suelen tener dos fuentes de ganancias los intereses y la valorización del capital aportado por quien lo compra, como reconocimiento tácito del impacto inflacionario sobre la capacidad adquisitiva de los recursos suministrados por quienes adquirieron los títulos.

Factor de cálculo:

VP = monto nominal de la deuda o valor par de la obligación.

Pm = precio de mercado por bonos.

i = tasa de interés a reconocer sobre el valor nominal.

n = periodo transcurrido entre la fecha de la emisión y el vencimiento del bono.

t = tasa impositiva sobre la renta.

K = costo de capital o tasa de interés activa

Formúla del Costo:

$$\text{No. 01} = K = \frac{(1-t) [V_p (i) + (P_m - V_p)/n]}{(V_p + P_m) / 2}$$

$$\text{No. 02} = K = \frac{(1-t) [V_p (i) (n) + (P_m - V_p)]}{n [V_p + 0,5 (P_m - V_p)]}$$

Acciones preferentes:

Son los recursos percibidos por las empresas al colocar en el mercado las acciones preferentes representan una fuente de financiamiento permanentes que algunos ubican como deuda y otros como parte del capital contable. En efecto, como la tendencia de las acciones motiva al reconocimiento del dividendo en un porcentaje estipulado sobre el valor par del título, la inversión realizada por los accionistas tiene la contrapartida del pago progresivo del capital aportado por la empresa emisora.

Factor de cálculo: (Acciones preferentes sin fecha de rescate)

P_m = producido neto de la colocación

i = costo efectivo de la acción preferente

D = dividendo asegurado

Formúla del Costo:

$$\text{Costo} = \frac{i * D}{P_m}$$

Acciones comunes:

Constituyen la fuente de financiación primaria de capital contable y proporciona la mayor parte de los recursos cuando personas naturales o jurídicas deciden aportar fondos para la creación de la empresa. Además, el capital consolidado representa el apoyo o respaldo de préstamos hechos por compañías existentes. De la misma manera, la tenencia de acciones comunes concede al propietario derechos colectivos e individuales y, en consecuencia, le asegura una participación activa en todos los aspectos de interés de la organización.

Factor de cálculo:

U = utilidades por acción después de pagar el impuesto sobre la renta.

D = dividendo corriente por acción.

b = fracción de utilidades retenidas en la compañía que no destinadas al reconocimiento de utilidades ($b=U-D/U$)

V = valor por acciones en libros (valor contable)

r = tasa de rendimiento sobre el valor en libros de las acciones comunes ($r=U/V$)

M = valor de la acción en el mercado o valor económico.

C = tasa de comisión y manejo reconocida a los intermediarios que prestan su concurso colocando las acciones en el mercado.

R1 = costo de capital de las acciones comunes existentes.

R2 = costo de capital de las acciones comunes nuevas

Fórmula del Costo:

$$R1 = \frac{D}{M} + rb$$

$$\frac{D}{M} + [U \times \frac{U-D}{U}]$$

M V U

$$\frac{D}{M} + \frac{U-D}{V}$$

$$R2 = \left[\frac{D}{M(1-C)} + \frac{U-D}{V} \right]$$

Ganancias retenidas:

Las ganancias retenidas constituyen una proporción significativa del financiamiento de proyectos de inversión y de las operaciones normales de las firmas, y de ningún modo pueden catalogarse como recursos gratuitos, toda vez que interpretan un costo de oportunidad perfectamente definido para el inversionista, el cual está representado por los dividendos no percibidos por los inversionistas, estableciéndose dos enfoques para cuantificar el costo. El primero es el enfoque del supuesto rendimiento que podría obtener canalizando la ganancia retenida para otra empresa con condiciones similares y el segundo enfoque es el empresarial donde el costo está determinado por el rendimiento externo que podría obtenerse con la adquisición total o parcial de una o más compañías que tengan el mismo grado de riesgo.

Factor de cálculo:

CAC = costo de capital de las acciones comunes

t = tasa de impuesto sobre la renta

C = porcentaje de comisión de compra venta.

Fórmula del Costo:

$$CGR = CAC (1 - t) (1 - C)$$

En base a esta estructura se establece que cada una de estas fuentes se asocia con un costo específico que da como origen el costo total del capital y los factores que afectan el financiamiento son el grado de riesgo comercial y financiero, las disposiciones tributarias, la oferta y la demanda en el mercado de fondos a largo plazo, entre otros. Las empresas objeto de estudio de ésta investigación usan como práctica común el financiamiento para cubrir sus operaciones, ya que su flujo de caja no es constante durante el ejercicio económico, por tanto deben evaluar su alternativa de crédito para obtener los mejores beneficios.

Costo de capital

Según Suarez A (1997:111) para realizar inversiones se necesita dinero, puede tenerlo el propio inversor o tener que pedirlo prestado en el mercado de crédito. Cada una de las diferentes fuentes de financiamiento que el inversor puede utilizar tiene su costo.

Para Ortiz A. (2005:431) La estructura financiera versa sobre la composición de los canales de financiamiento que respalda la totalidad de los activos poseídos por cualquier organización productiva, en tanto que la estructura de capital está representada por la deuda a largo plazo, las acciones preferentes y el capital contable “de los accionistas, compuesto por las acciones comunes, el superávit pagado y la cuantía acumulada de las utilidades retenidas”.

De las definiciones anteriores se desprende que, el costo de capital no es más que los rendimientos requeridos de las empresas por quienes proveen el capital, a fin de obtener financiamiento.

Valor económico agregado

El Valor Económico Agregado (EVA), es el importe que queda una vez que se han deducido de los ingresos la totalidad de los gastos incluidos el costo de oportunidad del capital y los impuestos, por lo tanto el EVA considera la productividad de todos los factores usados para desarrollar la actividad empresarial.

El EVA es la diferencia entre la Utilidad Operacional Neta Después de Impuestos (UONDI) y el Costo de Capital Total (CCT), incluyendo el costo de capital del Patrimonio. Es una estimación del valor creado por los ejecutivos durante el ejercicio. Se diferencia esencialmente de la utilidad del ejercicio (contable) porque en esta última no se refleja en absoluto el costo de capital del Patrimonio.

Sí el EVA es positivo, significa que la empresa ha generado una rentabilidad por arriba de su costo de capital, lo que le genera una situación de creación de valor, mientras que si es negativo, se considera que la empresa no es capaz de cubrir su costo de capital y por lo tanto está destruyendo valor para los accionistas.

Así entonces, el EVA es una herramienta que permite evaluar la generación de valor del negocio y constituye una herramienta gerencial clave para:

1. La planeación estratégica.
2. La toma de decisiones cotidiana.
3. La evaluación del desempeño por área de responsabilidad.

Finalmente, se puede decir que el enfoque de EVA orienta las acciones gerenciales no sólo a mantener un flujo de caja libre relevante, sino a que dicho flujo de caja se corresponda con el riesgo en el cual se incurre por el uso del capital, es decir, se espera que el $ROI > WACC$.

Ahora bien, si se tiene un efecto negativo, refiere que la rentabilidad de la empresa no alcanzó en ese año para cubrir el costo de capital. Evidentemente, estamos en presencia de una empresa que ha descuidado la gestión del valor, confirmando una vez más en la práctica que la dirección de un negocio no sólo debe basarse en la generación de utilidades sino también en la creación de valor.

Así pues, este resultado indica que los rendimientos son menores a lo que cuesta generarlos ó la rentabilidad que se generó no supero el costo de oportunidad de los accionistas. Entonces, por ser el EVA un valor negativo, lleva a pensar que la empresa estaría destruyendo la riqueza para los accionistas y no se está creando valor para la empresa. Es decir, que debió haber realizado otras acciones de gastos o de inversión para estar en una situación más favorable.

Ahora bien, para calcular el EVA es necesario calcular el WACC, es decir, la tasa de descuento es el rendimiento mínimo exigible para cualquier proyecto de inversión. Por lo tanto, se acepta una inversión si su rendimiento está por encima del WACC. Para Rapallo (2002) el WACC “es el costo del capital del patrimonio, lo que hace es ponderar los costos de cada una de las fuentes de capital”.

Factor de cálculo

D: Deuda financiera

E: Capital aportado por los accionistas

Kd: Costo de la deuda financiera

Ke: Rentabilidad exigida por los socios

Formula

$$WACC = (Kd * D (1-T) + Ke * E) / (E+D).$$

Incidencia del costo de capital en la toma de decisiones.

El costo de capital se convierte en una medida básica de desarrollo financiero y determina la aceptabilidad de todas las oportunidades de inversión, donde:

- El valor presente neto sea positivo,
- La razón de costos-beneficios mayor a la unidad y
- La tasa interna de rendimiento sea mayor a la tasa externa.

Desde esta perspectiva, el costo de capital para cualquier empresa independiente del ramo de actividad al cual se dedique le permite tomar la decisión acertada en relación a su inversión analizando los Estados Financieros.

Análisis de estados financieros

El análisis de los estados financieros es un estudio de las relaciones que existen entre los diversos elementos financieros de un negocio, manifestados por un conjunto de estados contables pertenecientes a un mismo ejercicio y de las tendencias de esos elementos, mostradas en una serie de estados financieros correspondientes a varios periodos sucesivos.

Para Palepu y Otros (2002: 1-1) “Los estados financieros muestran la situación y desarrollo financiero a que ha llegado una empresa como consecuencia de las operaciones realizadas; en virtud de que tales operaciones se realizan bajo la dirección de la administración”, los estados financieros son la expresión cuantitativa de los resultados obtenidos por la administración en su actuación, es la habilidad y la visión del factor humano quien da curso y determina los resultados que se obtengan; tal habilidad y visión no son cualidades abstractas, sino que dejan sus huellas en la estructura de la empresa.

Métodos de análisis.

Los métodos de análisis según Zamorano (2006: 61) “proporcionan indicios y ponen de manifiesto hechos o tendencias que sin la aplicación de tales métodos quedarían ocultos”. A continuación se detallan los más relacionados con el presente trabajo de investigación:

- Método de razones. (solvencia, estabilidad y productividad)
- Método de punto de equilibrio.
- Solvencia Financiera

Método de razones.

La vida de una empresa esta sujeta a la habilidad con que se administren sus finanzas. Aun cuando una empresa esta bien dirigida en sus aspectos de producción, ventas y utilidades, estas solas características no son indicadores completos de su administración financiera, la cual puede juzgarse mediante el estudio de la solvencia, estabilidad y productividad de la empresa y las siguientes razones desarrolladas por Jaramillo (2006), Zamorano (2006), sirven a tal fin.

Razones para el estudio de la solvencia. (Ver tabla No. 01)

Razón de solvencia: Activo circulante entre pasivo circulante. Se utiliza como un indicador de la capacidad de la empresa para liquidar oportunamente sus obligaciones a corto plazo. Tal relación se considera lógica debido a que las deudas a plazo menores de un año normalmente son liquidadas con los recursos líquidos resultantes de la conversión en efectivo de los activos circulantes.

Rotación de inventario: Costo mercancía vendida entre promedio de existencia de inventario. Significa la cantidad de veces promedio que durante el año estos se renuevan mediante la producción y venta. Esta medida también puede expresarse en términos de tiempo, es decir, la cantidad promedio de días que los inventarios permanecen almacenados en la empresa antes de su venta, lo cual puede calcularse dividiendo los días del año entre el factor de rotación del inventario, generando Días promedios de antigüedad

Esto es una medida de eficiencia en la inversión ya que una antigüedad creciente denota que una porción más grande del capital neto de trabajo se invierte en inventarios, con el consecuente incremento en gastos de financiamiento, almacenaje, administración, entre otros.

Tabla No. 01. Razones para estudio de la solvencia

Razón de solvencia	$\frac{\text{Activo circulante}}{\text{Pasivo circulante}}$	
Inventario	$\frac{\text{Costo mercancía vendida}}{\text{Promedio de existencia de inventario}}$	Veces
Inventario	$\frac{365 \text{ días del año}}{\text{Factor de rotación}}$	Días
Cuentas por Cobrar	$\frac{\text{Ventas netas a crédito}}{\text{Saldo promedio de cuentas por cobrar}}$	Veces
Cuentas por Cobrar	$\frac{365 \text{ días del año}}{\text{Factor de rotación}}$	Días
Prueba del Acido	$\frac{\text{Activos circulante disponibles}}{\text{Pasivos circulantes}}$	Liquidez

Fuente: La investigadora (2013)

Rotación de cuentas por cobrar a clientes: La rotación de las cuentas a cargo de los clientes significa la cantidad de veces promedio que durante el periodo se renuevan

estas cuentas mediante el cobro de las mismas. La rotación de las cuentas por cobrar se determina dividiendo el total de las ventas netas a crédito efectuadas en el periodo entre el promedio de los saldos mensuales de estas cuentas. Esta medida también puede expresarse en términos de tiempo, es decir, la cantidad de días que en la práctica transcurre para cobrar dichas cuentas, lo cual se determina dividiendo los días del año, o del periodo analizado, entre el factor de rotación de cuentas por cobrar.

Las necesidades de capital de trabajo dependen del tiempo necesario para convertir las cuentas por cobrar en efectivos. Mientras menos tiempo se requiera para cobrar dichas cuentas, menor será el monto del capital de trabajo necesario para las operaciones. El plazo promedio de cobro es también una medida de eficiencia de la administración relacionada con la concesión de crédito a los clientes y las cobranzas.

Razón de la prueba de ácido: Esta razón contempla el estudio de la solvencia y para calcularla es necesario clasificar el activo circulante y solo tomar el efectivo y los activos de rápida conversión en efectivo, tales como las inversiones temporales y las cuentas por cobrar, y excluir los activos menos líquidos, tales como los inventarios que, normalmente, requieren de mas tiempo para su conversión en efectivo, y los gastos pagados por anticipado.

El importe del activo disponible, se divide entre el total del pasivo circulante para obtener la razón de la prueba de ácido o razón de liquidez. El cociente de la razón de liquidez representa la cantidad de bolívares disponibles para el pago de cada bolívar de pasivo circulante.

Razón para el estudio de la estabilidad. (Ver tabla No. 02)

Capital contable a pasivo total: Las fuentes de recurso de un negocio están representadas fundamentalmente por estos dos grandes grupos de financiamiento: capital propio y pasivo. Para evaluar adecuadamente la importancia de cada una de estas dos fuentes de recursos, es necesario comprarlas, mediante el cálculo de esta razón, cuyo cociente indica la cuantía relativa de cada uno de ellas y señala cual es la posición de la empresa frente a sus acreedores y propietarios; cual de los dos intereses es mayor y, en consecuencia, cual de los dos es el preponderante en la gestión administrativa de la empresa.

Cuando esta relación es observada en épocas sucesivas de la vida de la empresa, se comprueban sus tendencias. Una reducción constante de la relación representa una insuficiencia de capital propio en relación al volumen de los negocios.

Tabla No. 02. Razones para estudio de la estabilidad.

Capital a Pasivo	$\frac{\text{Capital contable}}{\text{Pasivo total}}$
Apalancamiento Financiero	$\frac{\text{Pasivo total}}{\text{Activo total}}$
Capital y Productividad	$\frac{\text{Capital contable}}{\text{Activo fijo}}$

Fuente: La investigadora (2013)

Pasivo total entre activo total: Esta razón muestra el porcentaje de la inversión total en activo que ha sido financiado por los acreedores. Esta razón, frecuentemente llamada “grado de apalancamiento financiero”. En términos generales, cuando el cociente obtenido de esta razón es inferior a 0.50%, se considera que la situación financiera es satisfactoria. Así mismo cuando el cociente excede de 0.50% muestra que la

inversión de los acreedores en la empresa es preponderante en relación con la de los accionistas.

Capital contable entre activo fijo: Los activos fijos representan el capital invertido en capacidad productiva para ser utilizada en la operación a largo plazo. Los cocientes de inversión del capital propio en activo fijo para ser satisfactorio, no deben ser inferiores a la unidad. Cualquier cociente inferior a uno significa insuficiencia de capital propio posible de ser compensados mediante el uso de recursos derivados de deudas a largo plazo, que permitan equilibrar la amortización gradual de esas deudas con los resultados económicos provenientes de la producción. Este cociente y el resultante de la razón de la deuda a capital propio tienen una estrecha relación.

Razones para el estudio de la productividad (Ver tabla No.03)

Las razones de operación del estado de resultado: No pueden permanecer constantes si los niveles de venta cambian, debido a ciertos gastos que se mantienen más o menos fijos en su importe, independientemente de las variaciones de las ventas. Sin embargo, siempre es conveniente comparar las razones de operaciones de una serie de estados de resultados para precisar las tendencias del negocio y descubrir si existe algún error que debe subsanarse.

Cuando se obtiene un aumento porcentual de las ventas de un periodo a otro, no sería razonable que los gastos y costos de ventas se incrementaran a la misma tasa, sino a una menor, por el efecto de los gastos cuyo importe permanece constante, no así el incremento de las ventas. La comparación mensual de estas razones en los estados de resultados correspondientes, permite descubrir fácilmente los incrementos anormales de los gastos.

Tabla No. 03. Razones para estudio de la productividad.

Estado Resultado	$\frac{\text{Costo de venta}}{\text{Ventas netas}}$
Estado Resultado	$\frac{\text{Gastos generales}}{\text{Ventas netas}}$
Estado Resultado	$\frac{\text{Gastos financieros}}{\text{Ventas netas}}$
Estado Resultado	$\frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Ventas netas}}$
Inversión en Planta	$\frac{\text{Ventas netas}}{\text{Propiedad, planta y equipo}}$
Utilidad a Capital	$\frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Capital contable}}$

Fuente: La investigadora (2013)

Ventas netas a inversión en plantas, propiedad y equipos: Un hecho que justifica la inversión en planta, propiedad y equipos está constituido por el aumento de su productividad, la cual puede ser medida con diferentes unidades; sin embargo, desde el punto de vista financiero la unidad es el ingreso de las operaciones que se obtiene por cada bolívar de inversión. Esta es una medida de eficiencia en la inversión, ya que una razón creciente denota mayor cantidad de unidades producidas y consecutivamente mayores ventas.

Utilidad a capital: La productividad del capital invertido de una empresa se mide por la relación existente entre la magnitud de la utilidad neta obtenida en un ejercicio y la de su capital contable. Tal relación sirve para determinar el rendimiento del capital y puede proporcionar una idea respecto a si los resultados de operación de la empresa corresponden, razonablemente a las expectativas de los accionistas respecto a la retribución de la inversión.

El uso de las razones incluye métodos de cálculos e interpretación para analizar y supervisar el rendimiento, liquidez, solvencia, apalancamiento y usos de activos de la empresa, ampliamente aplicables a las empresas productoras de cuadernos escolares. Se tomo como base en el desarrollo de la investigación un análisis de muestra representativa, definida por Gitman (2007:48) como “la comparación de las razones financieras de diferentes empresas en un mismo periodo”.

Solvencia financiera

Una de las formas de evaluar la solvencia financiera de una empresa consiste en comparar el volumen de su pasivo a corto plazo con el monto del activo circulante; tal relación es valida en virtud de que las deudas exigibles a corto plazo, normalmente son realizadas con el efectivo resultante de la conversión de los activos circulantes.

Según Zamorano (2006: 129) “En años de crisis económicas las solvencias de las empresas sufre un grave deterioro, observándose en una cantidad considerable de ellas que su activo circulante no es suficiente para liquidar sus obligaciones y, en consecuencia, su capital de trabajo es negativa”.

La situación precaria de la solvencia puede ser originada por: Capital de trabajo decreciente y la escasez del mismo que se aprecia en loa años de crisis económicas, crecimiento del pasivo circulante, derivado de los vencimientos de las deudas a largo plazo. La devaluación de la moneda nacional, el alza general de los costos de operación debido a mayores salarios y precios de los insumos nacionales e importados de las empresas no compensados íntegramente con los aumentos de precios de los productos vendidos por estas empresas, entre otros.

Indicadores financieros básicos en inflación

Para Catacora (2009: 239) “Las entidades financieras en nuestro país se encontraron en muchas oportunidades ante el dilema de tomar decisiones de créditos sobre cifras históricas o cifras reexpresadas en donde lo que una refleja, la otra lo contradice.” En este tipo de economías se debe analizar los indicadores que miden los efectos que tiene la inflación sobre una entidad. Parafraseando a Catacora se clasifican en indicadores relacionados con el Balance General y los indicadores relacionados del Estado de Resultado.

Indicadores del Balance General. (Ver tabla No. 04)

Exposición monetaria: Refleja la posición monetaria que tiene una entidad en periodos de inflación, considerando los activos y pasivos monetarios. Un parámetro de comparación para este índice es la unidad, es decir un índice que se vaya acercando a la unidad o la sobrepase debe ser visto con cautela, ya que puede indicar que una entidad depende de la utilidad que le genere el efecto inflación más que de su propia actividad comercial y adicionalmente pudiera generar pérdidas por la tenencia de partidas monetarias.

Cobertura de inflación: Este índice refleja la cobertura que tiene una entidad para protegerse de la inflación y se calcula con los activos no monetarios y activos monetarios. Una mayor exposición monetaria, implica necesariamente una disminución en la cobertura por inflación. El parámetro de comparación es nuevamente la unidad, en principio todo índice mayor a la unidad es favorable por cuanto los activos no monetarios son mayores que los activos monetarios.

Cobertura neta de inflación: Este indicador mide la cobertura (exposición) neta que tiene una empresa para protegerse de la inflación, se calcula considerando la posición

monetaria neta entre las partidas no monetarias netas. Para analizar este índice, debe considerarse si la entidad mantiene una posición monetaria neta activa o pasiva, por lo cual el signo del numerador es importante. Este índice requiere un mayor análisis por cuanto su interpretación implica el conocer con mayor detalle la composición de cada una de las partidas del Balance General desde el punto de vista monetarias y no monetarias.

De igual manera se debe considerar el resultado de la posición monetaria donde una posición monetaria neta pasiva refleja cobertura en inflación, es decir, se está transfiriendo el efecto de la inflación a terceros, la posición monetaria neta en equilibrio indica mínima cobertura en inflación y la posición monetaria neta activa manifiesta exposición a la inflación, donde el efecto es soportado por la empresa.

Cobertura del patrimonio: Este indicador mide la cobertura que tienen las partidas del patrimonio en activos que se protegen de la inflación, el indicador se calcula considerando los activos no monetarios al patrimonio. La situación preferible de este indicador debe ser al aumento, si existe una tendencia a la baja, se debe investigar las razones del deterioro del índice e indagar la composición de las partidas no monetarias. Por otra parte, se debe aplicar o calcular índices de solvencia tradicional para hallar mayores explicaciones a la situación.

Cobertura con respecto a terceros: Este indicador mide la cobertura por inflación que tiene la empresa con respecto a la obligación con terceros que se protegen de la inflación, el cálculo es activos no monetarios y pasivos no monetarios. Es importante aclarar que el indicador solo aplica para aquellas que reflejan montos importantes de partidas no monetarias en el pasivo como las empresas que venden y reciben sus ingresos por adelantado, es decir, ingresos diferidos.

Tabla 04. Indicadores Financieros en inflación relacionados con el Balance General.

Exposición Monetaria	$\frac{\text{Activos monetarios}}{\text{Pasivos monetarios}}$
Cobertura en inflación	$\frac{\text{Activos no monetarios}}{\text{Activos monetarios}}$
Cobertura neta en inflación	$\frac{\text{Posición monetaria neta}}{\text{Partidas no monetarias netas (sin incluir patrimonio)}}$
Cobertura del patrimonio	$\frac{\text{Activos no monetarios}}{\text{Patrimonio}}$
Cobertura con respecto a terceros	$\frac{\text{Activos no monetarios}}{\text{Pasivos no monetarios}}$
Relación pasivo no monetario Vs. patrimonio	$\frac{\text{Pasivo no monetario} \times 100}{\text{Patrimonio}}$
Deterioro del capital social	$\frac{\text{Actualización del capital social}}{\text{Capital social histórico}}$
Relación REI acumulado a patrimonio	$\frac{\text{REI Acumulado}}{\text{Patrimonio}} \times 100$
Cobertura por encima del NGP	$\frac{\text{Superávit no realizado por tenencia de activos no monetarios}}{\text{Activos no monetarios}}$
Relación de realización del superávit por tenencia	$\frac{\text{Superávit no realizado por tenencia de activos no monetarios}}{\text{Activos no monetarios} - \text{activos no monetarios que no generen superávit}}$

Fuente: La investigadora (2013)

Relación de pasivos no monetarios vs. patrimonio: Este indicador mide el porcentaje de la participación de terceros que se protegen de la inflación con respecto al patrimonio de la empresa. Igualmente aplica a las empresas que manejen ingresos diferidos.

Deterioro del capital social: Este indicador mide las veces que se ha deteriorado el capital social de la empresa por efectos de la inflación y que debería estar representado al menos en activos que se protejan contra la inflación para conservar el capital aportado. En condición de inflación creciente este índice debe aumentar año tras año.

Relación REI acumulado a patrimonio: Este indicador mide como se afecta el patrimonio por el efecto acumulado de la inflación.

Cobertura por encima del NGP: Este indicador aplica únicamente si la empresa utiliza el método mixto para el ajuste por inflación financiero y mide la relación que hay por el diferente efecto al nivel general de precio sobre un activo y que se determina o se ve influido por razones específicas. Se calcula considerando el superávit no realizado por tenencia de activos no monetarios a activos monetarios. Se debe ver con cuidado cuando este indicador va en aumento sostenido ejercicio tras ejercicio. Aun cuando esto no es del todo negativo, ello indica que los activos de la empresa pudiera estar adquiriendo un mayor valor por razones diferentes a las propias operaciones del negocio y no por sus actividades o giro principal de negocios.

Relación de realización del superávit por tenencia: Este índice mide el efecto neto que tienen las partidas que generan superávit por tenencia.

Indicadores del Estado de Resultado. (Ver tabla No. 05)

Relación de resultado monetario vs. ventas netas: Este indicador relaciona la ganancia o pérdida monetaria que se refleja en el costo integral de financiamiento y el ingreso neto que se tiene en un periodo determinado. La razón por la cual se calcula este indicador se debe a que es importante conocer tal porcentaje a fin de analizar la parte que representa de los ingresos netos de una entidad.

Relación de resultado monetario vs. margen bruto: Este indicador relaciona la ganancia o pérdida monetaria vs margen bruto que tiene una empresa en un ejercicio determinado.

Relación de resultado monetario vs. resultado en operaciones: Este indicador relaciona la ganancia o pérdida monetaria vs la siguiente línea del estado de resultado como lo es la utilidad en operaciones o la pérdida en operaciones.

Relación de resultado monetario vs. resultado neto: Este indicador relaciona la ganancia o pérdida monetaria vs la última línea del estado de resultado, es decir, el resultado neto del periodo.

Relación de gastos de depreciación y amortización vs ventas netas: Este indicador relaciona gastos de depreciación y amortización vs las ventas netas.

Relación de superávit realizado por tenencia de ANM vs la utilidad neta: Esta relación calcula el efecto de las partidas no monetarias con valores de reposición y su relación con la utilidad neta, aplica específicamente en el método mixto establecido en la DPC 10.

Relación de superávit realizado vs superávit no realizado: Este índice mide el porcentaje de realización del superávit por tenencia generado en el método mixto.

En épocas de inflación, como es la situación actual de Venezuela todas las empresas deben ajustar sus Estados Financieros por efectos de la inflación como lo indica la Norma Internacional No. 29 y las empresas productoras de cuadernos no escapan de esta realidad, su análisis financiero es relevante si se considera que por su ciclo productivo su posición monetaria tiende a ser pasiva, lo que influye significativamente en su rentabilidad.

Tabla 05. Indicadores Financieros en inflación relacionados con el Estado de Resultado

Relación de resultado monetario vs. ventas netas	$\frac{\text{Resultado monetario}}{\text{Ventas netas}}$
Relación de resultado monetario vs. margen bruto	$\frac{\text{Resultado monetario}}{\text{Margen bruto}}$
Relación de resultado monetario vs. resultado en operaciones	$\frac{\text{Resultado monetario}}{\text{Resultado en operaciones}}$
Relación de resultado monetario vs. resultado neto	$\frac{\text{Resultado monetario}}{\text{Resultado neto}}$
Relación gasto de depreciación y amortización vs. ventas netas	$\frac{\text{Gasto de depreciación y amortización}}{\text{Ventas netas}}$
Relación de superávit realizado por tenencia de ANM vs. la utilidad neta	$\frac{\text{Superávit realizado por tenencia de activos no monetarios}}{\text{Utilidad neta}}$
Relación de superávit realizado vs. superávit no realizado	$\frac{\text{Superávit realizado por tenencia de activos no monetarios}}{\text{Superávit no realizado por tenencia de activos no monetarios}}$

Fuente: La investigadora (2013)

Riesgo

Durante los años de la Venezuela de los sesenta y setenta hablar de riesgo financiero, o de riesgo económico en general, era una extravagancia o una exquisitez (Gitman 1997:55). Las nuevas circunstancias económicas, caracterizadas especialmente por la devaluación de la moneda y una alta inflación, han hecho que, de una u otra manera, más o menos conscientemente, grupos cada vez más amplios de la población venezolana tomen conciencia de lo que es el riesgo económico, y en particular el financiero.

Toda actividad económica que no garantice un rendimiento seguro entraña un riesgo. En su significado más elemental, el riesgo se define como la probabilidad de sufrir pérdidas. En términos más formales, según Gítman, L. (1997:760), “la palabra riesgo se usa de manera indistinta con incertidumbre para referirse a la variabilidad de los rendimientos esperados, relacionados con un activo dado”.

La utilización indistinta de riesgo e incertidumbre es incorrecta, ya que la incertidumbre está asociada a las expectativas racionales de los agentes económicos frente a su entorno y no existe forma conocida de calcularla, sin embargo el riesgo es medible y existe incluso una rama de la administración de empresas dedicada a la gestión de los riesgos.

Para Borge (2004) el riesgo equivale a exponerse a un resultado negativo, entonces, el término esta ligado a situaciones que como individuos o empresas tratamos de evitar o minimizar porque se relaciona a pérdidas y bajos rendimientos, Cross (2008), afirmo que el riesgo en si mismo no era malo, puede agregarse a este pensamiento que lo malo es no gestionarlo.

Tipos de Riesgos

Según Sánchez (2003), las diversas formas que adopta el riesgo enfrentado por una empresa pueden clasificarse en tres tipos de riesgos: operativos, financieros y puros.

Los riesgos operativos son aquellos relacionados con cambios que afectan el negocio, tales como variaciones en los precios de los productos, o en su demanda, o variaciones en los precios de los insumos.

Los riesgos financieros son aquellos que se derivan del valor de la moneda y de los instrumentos financieros, tales como las fluctuaciones en las tasas de cambios o de interés. Los riesgos operativos y financieros encierran posibilidades de ganar y perder.

Los riesgos puros son aquellos que encierran solamente posibilidades de perder. Tales son los riesgos que competen generalmente al mercado asegurador: los riesgos de incendio, terremoto, transporte, vehículos, fidelidad, robo, responsabilidad civil, lucro cesante, hospitalización, vida y accidentes.

La clasificación anterior es bastante general, sin embargo un gran número de organizaciones solo se concentra en estos tres subgrupos de los llamados riesgos y de una manera tan amplia que el mercado puede sorprenderle con alguna contingencia y no encontrarse preparadas

Otra clasificación de riesgos, según Trujillo (2007), los presenta como:

Riesgos de mercado

Son quizá, los más importantes porque afectan el activo principal: la cuenta colocaciones. Una política liberal de aprobación de créditos generada por contar con

excesivos niveles de liquidez, y altos costos de captación, o por un relajamiento de la exigencia de evaluación de los clientes sujetos de crédito, ocasiona una alta morosidad, por ello debemos tener cuidado con el dicho “en buenos tiempos se hacen los malos créditos”.

Riesgo de tasas de interés

Es producido por la falta de correspondencia en el monto y el vencimiento de activos, pasivos y rubros fuera del balance. Generalmente cuando se obtiene créditos a tasas variables. En ciertos mercados la demanda de dinero puede afectar las tasas de interés pudiendo llegar por efecto de cambios en la economía internacional a niveles como los de la crisis de la deuda.

Riesgo de liquidez o fondeo

Se produce a consecuencia de continuas pérdidas de cartera, que deteriora el capital de trabajo. Un crecimiento desmesurado de las obligaciones también puede conducir al riesgo de pérdida de liquidez.

Riesgo de Cambio

Originado en las fluctuaciones del valor de las monedas. Las economías de los países en vías de desarrollo como el nuestro no están libres de que crezca la brecha comercial o de balanza de pagos. La consecuencia normal es la devaluación del tipo de cambio, que afectará elevando el valor de los créditos otorgados en dólares, pudiendo resultar impagables por los deudores si su actividad económica genera ingresos en moneda nacional. Para protegerse de este riesgo, es necesario seleccionar la cartera de prestatarios colocando créditos en moneda extranjera solo a quienes operan en esta moneda, y asumir una regla de encalze entre lo captado y lo colocado.

Riesgo de insuficiencia patrimonial

El riesgo de insuficiencia patrimonial, se define como el que las Instituciones no tengan el tamaño de capital adecuado para el nivel de sus operaciones corregidas por su riesgo crediticio.

Riesgo de endeudamiento y estructura de pasivo

Se define como el no contar con las fuentes de recursos adecuados para el tipo de activos que los objetivos corporativos señalen. Esto incluye, el no poder mantener niveles de liquidez adecuados y recursos al menor costo posible.

Riesgo de gestión operativa

Se entiende por riesgos de operación a la posibilidad de ocurrencia de pérdidas financieras por deficiencias o fallas en los procesos internos, en la tecnología de información, en las personas o por ocurrencias de eventos externos adversos.

Es el riesgo de que los otros gastos necesarios para la gestión operativa de la Institución, tales como gastos de personal y generales, no puedan ser cubiertos adecuadamente por el margen financiero resultante. Un buen manejo del riesgo operativo, indica que la institución viene desempeñándose de manera eficiente.

Riesgo Legal

Se puede producir a consecuencia de los cambios legales o de las normas de un país, que puede poner en desventaja a una institución frente a otras. Cambios abruptos de legislación puede ocasionar la confusión, pérdida de la confianza y un posible pánico.

Riesgo Soberano

Se refiere a la posibilidad de incumplimiento de las obligaciones de parte del Estado; es una medida estimada del riesgo de impago de deudas, que se aplica a individuos, empresas o administraciones públicas situadas en un cierto país, dicha medida es estimada por una agencia de calificación a partir de los datos sobre capacidad de repago de los agentes económicos.

Riesgo Sistémico

Se refiere al conjunto del sistema financiero del país frente a choques internos o externos, como ejemplo el impacto de la crisis asiática, rusa, el fenómeno del niño, que ocasionan la volatilidad de los mercados y fragilidad del sistema financiero.

Luego de examinar la lista de conceptos asociados al riesgos, podemos notar que están aplicados al contexto de las instituciones financieras, pero si enfocamos nuestro análisis a cualquier empresa manufacturera como en el caso objeto de estudio encontraremos que ninguna organización escapa al riesgo operativo por ejemplo, o posibilidad de pérdida financiera, o al riesgo soberano, es decir a la posibilidad de que algún gobierno de turno imponga políticas cambiarias que afecten la productividad. Podemos vislumbrar que la teoría de riesgos es transitiva y por ende extensamente aplicable en esta investigación

Identificación de Riesgos

Para identificar los riesgos es necesario analizar diferentes tipos de variables; en primer lugar, las variables económicas externas que tienen mayor impacto sobre los resultados de la empresa: las perspectivas de crecimiento económico, las proyecciones de inflación y tasas de cambio (Borge, 2004):

Crecimiento económico (afecta al riesgo operativo). Generalmente, mientras mayor sea el crecimiento, mayores serán la demanda y las ventas; aunque, en algunos casos, la correlación entre crecimiento y ventas puede ser negativa.

Inflación (afecta el riesgo financiero). Los compromisos financieros de la empresa deben estar sincronizados con sus ingresos; mientras menor sea la correlación entre ellos, mayor será el riesgo financiero de la inflación.

Tasas de cambio. Es crucial sincronizar los flujos de caja operativos en diferentes monedas con los flujos financieros, teniendo en cuenta los plazos de vencimiento. Cuando los flujos de caja en moneda local están correlacionados con la tasa de cambio, el riesgo real es menor que el aparente; ya que, en este caso, los flujos en moneda local se comportan como flujos en moneda extranjera. Cuando la moneda local se devalúa más lentamente que la diferencia entre la inflación local y extranjera, se produce una sobrevaluación monetaria que se traduce en una ventaja aparentemente del endeudamiento en moneda extranjera. Lo contrario ocurre cuando la moneda local se devalúa más rápidamente que la extranjera: la ventaja aparente está en endeudarse en moneda local. No obstante, tarde o temprano la paridad tenderá a buscar el equilibrio, lo cual ocurre generalmente en forma de cambios bruscos que acentúan el riesgo.

Con respecto a estas tres variables consideradas, crecimiento, inflación y tipo de cambio, en esta investigación se abordan como afecta la situación a las empresas productoras de cuadernos el fenómeno inflacionario en Venezuela y el tipo de cambio y su subsecuente riesgo.

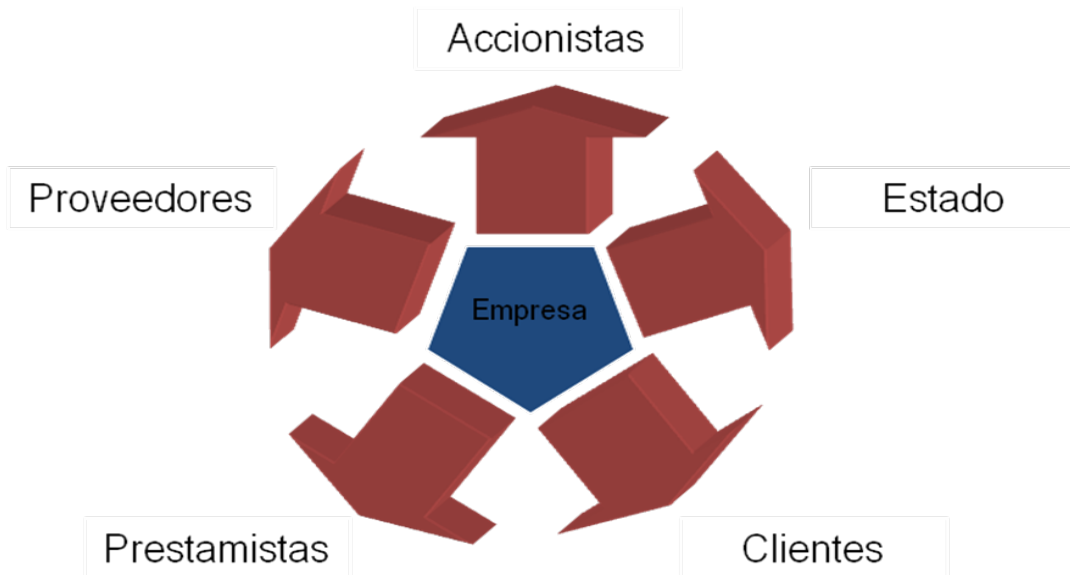
Sostenibilidad

Luego de reseñar el marco financiero, se realiza un bosquejo acerca de la definición de sostenibilidad. En principio, es la capacidad de sostenimiento, es la actividad máxima que puede mantener un sistema sin degradarse en el largo plazo. Según Koontz (1998-54) “Para ser capaces de continuar con sus funciones, las organizaciones no deben incurrir en déficit en sus balances de ingresos y egresos, ya que en presencia de repetidos ejercicios con pérdidas estarán destinadas a desaparecer.

En otras palabras, la sostenibilidad financiera es la habilidad de la institución de cubrir todos sus costos. Alcanzar sostenibilidad financiera significa reducir los costos de transacciones, ofrecer mejores productos y servicios que satisfagan las necesidades de los clientes con la posibilidad de que los resultados obtenidos puedan continuar en el tiempo y que programas e instituciones puedan mantenerse mediante sus propias fuerzas.

Para lograr la sostenibilidad de las organizaciones se debe tener en cuenta los condicionamientos de estas, expresadas en la Figura 02, donde los accionista esperan su máximo retorno sobre su inversión, baja volatilidad en resultados, previsibilidad regulatoria, seguridad legal y estabilidad económica, por su parte el Estado con observancia legal, regulaciones de contribución financiera e impositiva, el cliente por su parte maximiza la calidad de servicio al mínimo precio, el prestamista busca el mínimo riesgo crediticio y finalmente el proveedor con capacidad de oferta, precio y condiciones de ventas.

Figura 02. Condicionamiento de las empresas



Fuente: Koontz (1998)

Basado en lo anterior, el caso que se desarrolla es el costo de capital ajeno y propio, debido a la importancia e interés de este último para los accionistas que esperan máximo retorno sobre inversión.

En consecuencia a lo planteado en la conferencia internacional del trabajo Ginebra. (2007- 06) donde establece una distinción entre “el desarrollo empresarial per se y el desarrollo de empresas sostenibles; el concepto de empresa sostenible está relacionado con el enfoque general del desarrollo sostenible que se fundamenta en la forma de progreso que satisface las necesidades del presente sin comprometer la capacidad de las generaciones futuras de satisfacer las suyas propias”. (Ver figura 03).

No obstante, el desarrollo sostenible no consiste sólo en cuestiones medioambientales, sino que además requiere la integración de los tres pilares del desarrollo: el crecimiento económico, el progreso social y los aspectos

medioambientales. La dimensión social del desarrollo sostenible consiste ante todo en el compromiso de promover la integración social fomentando sociedades estables, seguras y justas, y que estén basadas en la promoción y protección de todos los derechos humanos, así como en la no discriminación, la tolerancia, el respeto de la diversidad, la igualdad de oportunidades, la seguridad y la participación de todas las personas, incluidos los grupos y las personas desfavorecidos y vulnerables.

Figura 03. Enfoque integrado del desarrollo empresarial sostenible.



Fuente: Conferencia internacional del trabajo Ginebra. 2007

Sin duda, se trata fundamentalmente a lo que sucede en el seno de la empresa o en su entorno, a la conexión directa entre las empresas, sus consumidores y proveedores. También se refiere a la organización del lugar de trabajo, a las redes e instituciones de apoyo, considerando el papel que desempeña el diálogo social en el fomento de las empresas sostenibles. Por lo tanto es necesario evaluar la sostenibilidad de una empresa en función de la estructura del sector o del mercado en que opera, en particular, de su relación con los proveedores y los consumidores a lo largo de la cadena de valor.

En este sentido las empresas productoras de cuadernos para lograr la sostenibilidad deben coordinar su infraestructura con el entorno normativo como: Seniat, Servicio Nacional de Contratista, FONA, Inces, entre otras, condiciones del mercado escolar y las condiciones políticas sociales que en el caso venezolano varían constantemente.

CAPÍTULO III

MARCO METODOLÓGICO

Diseño de investigación

En toda investigación se parte de la idea de generar conocimientos lógicos y trascendentales que le proporcionen un significado al ser humano sobre un determinado tema, es decir, se busca obtener un conocimiento científico que sirva de base fundamental en el análisis de una realidad. Para ello, es necesario recurrir a un conjunto de procedimientos, técnicas e instrumentos que permitan obtener la información que dé respuesta a los objetivos, a este conjunto de pasos se le denomina metodología.

Al respecto, Hurtado J. (2007:97) indica que la metodología “Incluye los métodos, las técnicas, las tácticas, las estrategias y los procedimientos que utilizará el investigador para lograr los objetivos de su estudio...” De esta manera para llevar a cabo la metodología se debe identificar el contexto investigativo donde se ubica el problema planteado, el cual corresponde a un diseño no experimental.

En este sentido, la investigación esta enmarcada en un diseño no experimental ya que la investigadora no posee el control sobre las variables, de modo que estas no pueden ser manipuladas. Apoyando lo expuesto Hernández y Otros (1998: 184) se refieren a este diseño como aquel donde “las variables independientes ya han ocurrido y no pueden ser manipuladas, el investigador no tiene control directo sobre dichas variables, no puede influir sobre ellas porque ya sucedieron, al igual que sus efectos”.

Tipo de investigación

En cuanto al tipo de investigación, Pálela y Martins (2006:97) expresan que “se refiere a la clase de estudio que se va a realizar. Orienta sobre la finalidad general del estudio y sobre la manera de recoger las informaciones o datos necesarios” La presente investigación se determina bajo el diseño de investigación de campo, por lo que se estableció un trabajo de campo, ya que se realizaron indagaciones sobre las actividades en el sitio donde se desarrollaron los hechos, es decir en las empresas productoras de cuadernos escolares, se analizó directamente de la contabilidad, el costo de capital, indicadores y rendimiento de estas organizaciones.

Dentro de este marco de ideas, Pálela y Martins. (2006:97), Expresa que la investigación de campo “consiste en la recolección de datos directamente de la realidad donde ocurren los hechos, sin manipular o controlar variables”.

Nivel de investigación

El nivel de investigación, según Arias (1997-47) se refiere “al grado de profundidad con que se aborda un objetivo o fenómeno” En la presente investigación se llegó a un nivel descriptivo al analizar el proceso productivo de las empresas productoras de cuadernos escolares del estado Aragua y al interpretar los resultados financieros al contrastar la estructura de capital financiero Vs. La rentabilidad obtenida en el ejercicio económico 2012.

En la opinión de los autores Pálela y Martins. (2006:102) el propósito del nivel descriptivo “es el de interpretar realidades de hecho. Incluye descripción, registro, análisis e interpretación de la naturaleza actual”.

Población y muestra del estudio

Población

La población que conformó esta investigación es de tipo finita; al respecto Arias F. (2006:82) explica que una población finita es una “agrupación en la que se conoce la cantidad de unidades que la integran. Además existe un registro documental de dichas unidades”.

Por consiguiente, en la presente investigación, la población está integrada por tres (3) empresas productoras de cuadernos escolares del estado Aragua, donde sus administradores fueron los que facilitaron toda la información requerida para esta investigación, a continuación se detallan.

Tabla No.07 Población de la investigación

Cargo	CAPACO	MANPA	INVEPAL	TOTAL
Gerente Administración	1	1	1	3

Fuente: La investigadora (2013)

Muestra

Según Hernández y Otros (1998:207) la muestra es: “un subgrupo de la población. Digamos que es un subconjunto de elementos que pertenecen a un conjunto definido en sus características al que llamamos población”.

La muestra de esta investigación está conformada por los gerentes de administración de las tres (3) empresas objeto de estudio, este muestreo responde a

las necesidades de estudio, permitiéndole a la investigadora tomar en cuenta todas las personas relacionadas con la investigación. Al respecto Hurtado J (2007:140) expresa “No hace falta hacer un muestre cuando la población es conocida y se puede identificar a cada uno de sus integrantes... No vale la pena hacer un muestreo para poblaciones de menos de 100 integrantes...”

Técnicas e instrumentos de recolección de información

A fin de obtener información confiable y precisa, la investigadora debe valerse de ciertos medios para lograr los objetivos previamente señalados. Según, Arias F. (2006:69), un instrumento de recolección de datos es “cualquier recurso, dispositivo o formato, que se utiliza para obtener, registrar o almacenar información”. Son ejemplos de técnicas; la observación directa, la encuesta, la entrevista, entre otros.

En esta investigación se emplearon una serie de técnicas que facilitaron el levantamiento de la información con respecto a los aspectos generales y relevantes vinculados al objeto de estudio, las cuales se exponen a continuación:

Observación

Según Arias F. (2006:69) la observación “es la técnica que consiste en visualizar o captar mediante la vista, en forma sistemática, cualquier hecho, fenómeno a situación” Por consiguiente, la observación es la técnica que proporciona un contacto directo con el objeto a estudiar, en este caso se refiere a las organizaciones productoras de artículos escolares, sus políticas contables; permitiendo de esta forma conocer la situación actual del objetivo a estudiar.

Encuesta

En relación a la encuesta, Arias F. (2006:72) señala que la encuesta “es la técnica que pretende obtener información que suministra un grupo o muestra de sujetos acerca de si mismos, o en relación con un tema en particular.” En este sentido, se logró el acercamiento a las empresas objeto a estudio a través de la aplicación de un instrumento de recolección de dato.

Instrumento

Uno de los instrumentos de recolección de datos utilizados fue el cuestionario, el cual está conformado por preguntas que se presentaron por escrito, a una o más personas. Estas preguntas permitieron aportar información necesaria para el desarrollo de los objetivos de la investigación.

El cuestionario se diseñó con un conjunto de preguntas relacionadas con el evento de estudio, conceptualizado por Arias F (2006:74) como “la modalidad de encuesta que se realiza de forma escrita mediante un instrumento o formato en papel contentivo de una serie de preguntas” La presente investigación utilizó un cuestionario de preguntas cerradas, de respuestas dicotómicas.

Lista de cotejo o guía de observación

Hurtado J (2007: 161) Lo define como un “instrumento propio de la técnica de observación. Consiste en un listado de aspectos a observar, con un cuadro para marcar si cada uno de ellos se encuentra presente, si esta ausente el cuadro queda en blanco” La Lista de cotejo se utilizó para recopilar la información del esbozo de los Estados Financieros de las empresas productoras de cuadernos del Estado Aragua.

Validez de los instrumentos

Uno de los pasos más importantes en la investigación consiste en el diseño de los instrumentos, pues estos contienen los ítems que suministrarán los datos para cumplir con los objetivos. Es por ello que al momento de su construcción es importante tener en cuenta las variables, indicadores y objetivos para formular las preguntas que verdaderamente recopilen la información sobre el tema.

Para Hernández y Otros (1998:236) en términos generales la validez se refiere “al grado en que un instrumento realmente mide la variable que pretende medir...” La validez es un concepto que pueden tenerse tres tipos de evidencia; la relacionada con el contenido, con el criterio y con el constructo. Hernández y Otros (1998:236) establecen “que el instrumento de medición debe contener a todos los ítems del dominio de contenido de las variables a medir.

La validez se realizó con el juicio de los expertos en el área académica, metodológica y de diseño de instrumentos, respectivamente. A estos se les entregó un expediente que constó de la operacionalización de variables, instrumentos y una matriz de evaluación para que califiquen cada una de las preguntas y solicito emitieran las observaciones sobre las mismas. La calificación de los especialistas obedece a una escala de lickert que va desde excelente hasta deficiente, donde eficiente es 4 puntos y deficiente 1 punto, como se observa en la tabla No. 07. Finalmente los especialistas dejaron constancia del proceso por medio de las cartas firmadas de validación. (Ver Anexo 03)

Tabla No.08 Escala de evaluación utilizada en validez del instrumento

Apreciación	Puntaje
Excelente	4 Puntos
Bueno	3 Puntos
Regular	2 Puntos
Deficiente	1 Puntos

Fuente: La Investigadora. 2013

Confiabilidad del instrumento

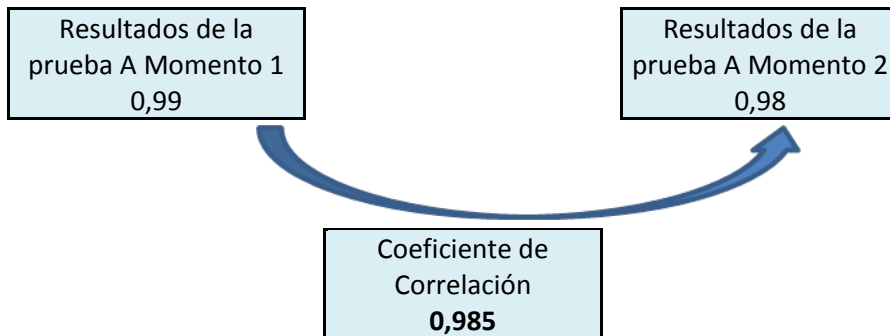
Los instrumentos no solo están sujetos a la revisión por parte de los expertos sino también a tratamiento estadístico que permitan determinar el grado de consistencia de las respuestas obtenidas. Es por ello que resulta indispensable la aplicación de un proceso de confiabilidad. Esta según Hernández y otros (2010:200) se refiere “al grado en que su aplicación repetida al mismo sujeto u objeto produce resultados iguales”. Esto significa que un instrumento es confiable en la medida que su aplicación en dos instantes diferentes de tiempo genera datos similares.

Existen diversos procedimientos para calcular la confiabilidad de un instrumento de medición, todos utilizan formulas que producen coeficientes de fiabilidad que pueden oscilar entre cero y uno, donde cero significa nula confiabilidad y uno representa un máximo de confiabilidad, para la presente investigación se utilizó el método de estabilidad (confiabilidad por test-retest). Definido por Hernández y otros (2010:301) como “el procedimiento donde un mismo instrumento de medición se aplica dos o más veces a un mismo grupo de personas, después de cierto periodo”

Se realizaron dos aplicaciones del instrumento modelo al mismo grupo de administradores de una fábrica de cuadernos del Estado Carabobo en dos momentos distintos, obteniendo como resultado 0,985. Esta correlación se consideró altamente

positiva, por tanto el instrumento se considera confiable, como se detalla a continuación.

Figura 04. Confiabilidad del instrumento



Fuente: La Investigadora 2013.

Técnica de análisis e interpretación de los resultados

Esta fase constituye uno de los pasos más delicados en la investigación ya que se trata de la organización, procesamiento e interpretación de los resultados que fueron incluidos en el informe final como base para la consecución de los objetivos. De esta manera, para garantizar que toda información sea incorporada se utilizó la técnica de análisis de datos estadística descriptiva para las variables, tomadas individualmente que, según Hernández y otros (1998:343) su primera tarea “es describir los datos, valores o puntuaciones obtenidas para cada variable.....describiendo la distribución de las puntuaciones o frecuencias”

Parafraseando a Hernández y otros una distribución de frecuencias es un conjunto de puntuaciones ordenadas en sus respectivas categorías. La presente investigación muestra la distribución de frecuencia en forma de histogramas, lo cual facilitó la observación de los resultados de una manera cuantitativa y posteriormente se realizó un análisis interpretativo de los resultados de forma cualitativa basado en los resultados y en las bases teóricas.

CAPÍTULO IV

PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE LA INFORMACIÓN

Esta etapa permite dar respuestas al problema de investigación por medio del análisis e interpretación de los resultados se comprueban los hechos objeto de estudio, por lo que constituye el punto decisivo del proceso investigativo, donde se presentan los logros de la aplicación de los instrumentos diseñados para recolectar los datos requeridos para generar información sobre el objeto de estudio; permitiendo establecer las interconexiones entre las bases teóricas, parafraseando a Martínez (2006), cuando se usan teorías existentes, estas deben permitir generar ideas o directrices para orientar la investigación o sus explicaciones e interpretaciones, que sustentan el estudio y la información resultante.

En este capítulo se hace referencia a los datos obtenidos, producto de la aplicación del cuestionario y guía de observación a la muestra seleccionada en las empresas productoras de cuadernos del estado Aragua, para contar con el sustento necesario que permita analizar el impacto causado en el capital financiero de dichas organizaciones.

En tal sentido, para el primer objetivo asociado con la descripción de la composición del capital financiero de las empresas productoras de cuadernos escolares del estado Aragua para el ejercicio 2012, en base a su optimización para la sostenibilidad., se utilizó el cuestionario, el cual incluyó los siguientes indicadores: Créditos comerciales, acciones comunes, acciones preferentes y utilidades retenidas, los datos son expuestos en tablas y gráficos en forma de histogramas con su respectiva interpretaciones, por grupos de preguntas clasificadas en función de sus indicadores.

Análisis de los resultados

Tabla N. ° 9

Variable: Composición capital financiero

Dimensión: Crédito

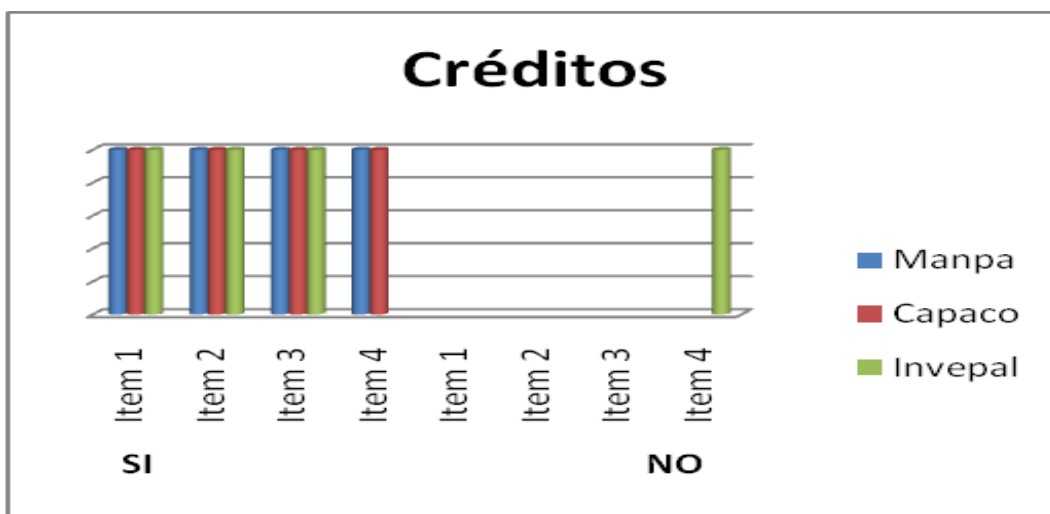
Indicador: Crédito comercial – endeudamiento

Instrumento: Cuestionario

N.º	Item	SI			NO		
		Manpa	Capaco	Invepal	Manpa	Capaco	Invepal
1	Recibe descuento por pronto pago?	1	1	1			
2	Tiene créditos bancarios?	1	1	1			
3	Posee créditos comerciales a corto plazo?	1	1	1			
4	Posee créditos comerciales a largo plazo?	1	1				1

Fuente: La investigadora (2013)

Gráfico No. 01. Créditos



Fuente: La investigadora (2013)

En referencia a la estructura financiera, de las tres empresas investigadas coinciden en recibir descuentos por pronto pago, manejar créditos comerciales y

créditos a corto plazo; lo que representa su composición del capital basado en fuentes de financiamiento externas. En relación a los créditos a largo, Invepal manifiesta no poseerlos, se puede inferir por las publicaciones de prensa que dicha empresa maneja sus créditos con la banca pública a corto plazo a través del antiguo FONCREI hoy manejado por INAPYMI, Instituto Nacional para pequeña y mediana industria.

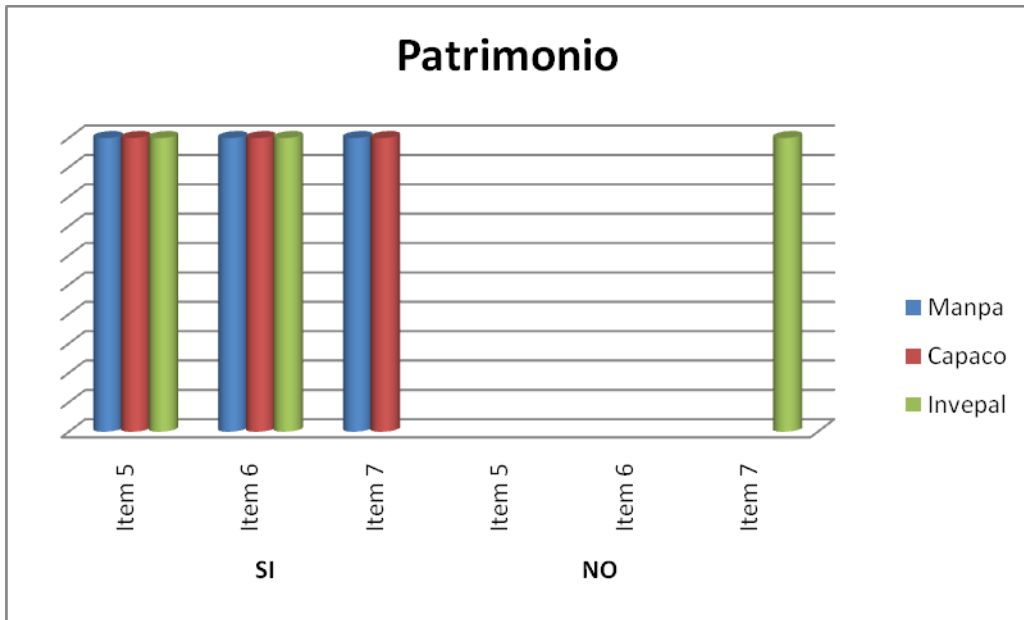
Esta práctica de la empresa Invepal, se asocia a su origen estatal como lo establece su reseña histórica, por ello la marcada diferencia con el resto de las empresas que si manejan créditos a largo plazo, para la adquisición de bienes o cancelación de deudas.

Tabla N. ° 10
Variable: Composición capital financiero
Dimensión: Patrimonio
Indicador: Acciones – utilidades retenidas
Instrumento: Cuestionario

N.°	Ítem	SI			NO		
		Manpa	Capaco	Invepal	Manpa	Capaco	Invepal
5	El capital contable está compuesto por acciones comunes?	1	1	1			
6	El capital contable está compuesto por acciones preferentes?	1	1				1
7	Posee utilidades retenidas?	1	1	1			

Fuente: La investigadora (2013)

Gráfico No. 02. Patrimonio



Fuente: La investigadora (2013)

La composición del capital contable está estructurada en acciones comunes en las tres empresas y sólo Invepal no tiene en su composición acciones preferentes; relacionando estas respuestas con sus respectivas reseñas históricas, las acciones de Manpa y Capaco se encuentran en manos del capital privado. Mientras Invepal sus acciones están distribuidas un porcentaje en manos del Estado y otro porcentaje en manos de los trabajadores, conocido como cogestión empresarial. De acuerdo, a la connotación de empresa de utilidad pública según lo dictaminado por la Asamblea Nacional el 13 de enero del 2005, se puede inferir que no emite acciones preferentes por considerar el riesgo de perder el control de una empresa que es de interés social.

En relación a los resultados presentados se puede indicar que las empresas investigadas, poseen una composición de capital financiero dividida en capital externo y propio, en caso de Capaco predomina el capital ajeno, mientras que Invepal y Manpa prevalece el capital propio, caracterizado por Manpa por la cuantía de las utilidades retenidas.

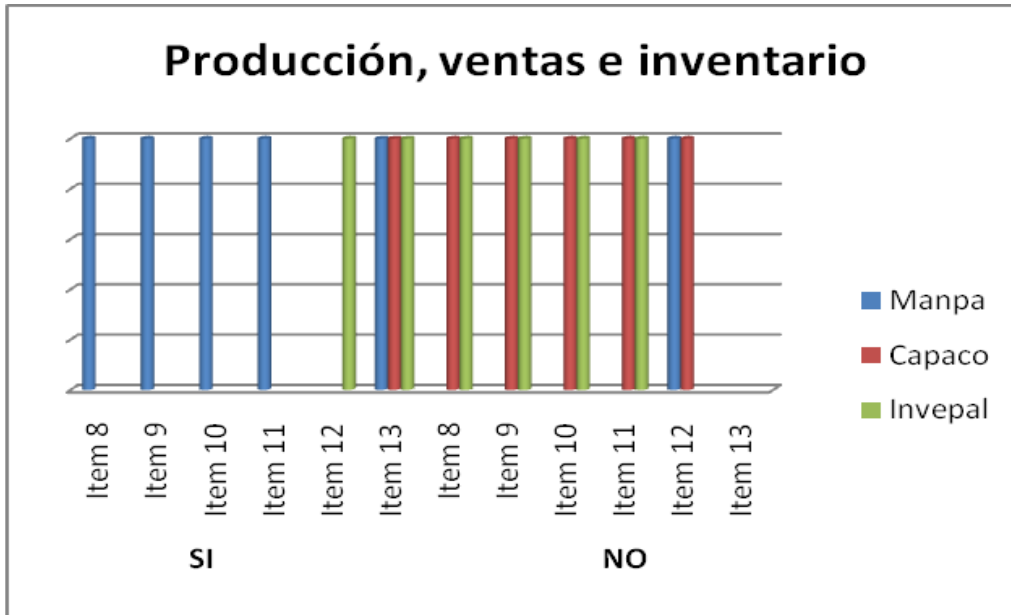
Finalmente las tres empresas objeto de estudio concuerdan en registrar en sus utilidades los resultados acumulados de cada ejercicio económico, coincidiendo con lo expresado por Ortiz (2005) cuando señala que las ganancias retenidas constituyen una proporción significativa del financiamiento de proyectos de inversión y de las operaciones normales de las organizaciones.

Tabla N. ° 11
Variable: Ciclo financiero
Dimensión: Área productiva
Indicador: Producción, ventas, inventario.
Instrumento: Cuestionario

N.º	Ítem	SI			NO		
		Manpa	Capaco	Invepal	Manpa	Capaco	Invepal
8	La empresa elabora productos distintos a mercancía escolar?	1				1	1
9	La producción promedio mensual es constante durante el ejercicio económico?	1				1	1
10	El porcentaje de producción es directamente proporcional a las ventas realizadas?	1				1	1
11	Las mayores ventas se realizan en los meses de junio a septiembre?	1				1	1
12	El mayor volumen de ventas en la empresa está destinado a las ventas al detal?			1	1	1	
13	El componente de materias primas importadas supera el 50% del total?	1	1	1			

Fuente: La Investigadora (2013)

Gráfico No. 03. Producción, ventas e inventario



Fuente: La investigadora (2013)

Con la finalidad de cubrir la caracterización del ciclo financiero, específicamente el área de producción se evidencia que las empresas Capaco e Invepal se dedican exclusivamente a la producción de productos escolares como cuadernos, resmas de papel, hojas de mientras que Manpa combina su proceso productivo con otras líneas productivas como línea de higiénicos y corrugado. También se puede observar que los niveles de producción Capaco e Invepal no son constantes durante el ejercicio económico y tampoco son proporcionales a las ventas, se deduce que por ser una empresa de temporada escolar tiene un proceso cíclico de producción, donde la producción se debe adelantar para cubrir la temporada escolar, situación que no refleja Manpa por tener una variedad de líneas de producción.

En relación a las ventas se resalta que las empresas Capaco e Invepal realizan sus mayores ventas en los meses de junio a septiembre originado por la zafra escolar venezolana que establece el inicio de actividades académicas para el mes de

septiembre, por tanto es el periodo de mayor consumo de artículos escolares y en cuanto a los canales de distribución Invepal orienta su comercialización a las ventas al detal, y Capaco y Manpa a varios canales. La venta por canales está asociada a la política comercial de cada organización.

Ahora bien en cuanto al componente de los materiales primarios, las tres empresas investigadas coinciden que más del 50 por ciento de sus materias primas son importadas, situación que afecta directamente la rentabilidad de la empresa en el marco legal venezolano, debido a que en la actualidad existe control cambiario con una tasa de 6,30 bolívares por dólar que solo se tiene acceso a través de Cadivi y que depende del certificado de no producción o de producción insuficiente, el cual es aprobado mediante trámites administrativos del ente público, por tanto tener acceso a este mercado no es tarea fácil.

Otra vía es Sicad (Sistema complementario de Divisas) que para participar en este sistema depende de la discrecionalidad establecida por el Banco Central de Venezuela, el cual establece el rubro a participar como alimentos, medicinas, entre otros, manejado bajo el concepto de subasta, esta tasa de cambio oscila entre 10 y 11 bolívares por dólar. La otra forma es el mercado paralelo el cual legalmente no se conoce su valor. Toda esta problemática afecta directamente la rentabilidad de las empresas.

Las organizaciones en línea general coordinan que su producción sea proporcional a sus ventas con la finalidad de recuperar en el corto plazo su inversión, esquema que no aplica ni en Capaco ni en Invepal por tener un mercado específico de artículos, como lo establece el Item No.8, y en consecuencia su venta es estacionaria y se hace efectiva en temporada escolar. Adicionalmente las organizaciones afectan su

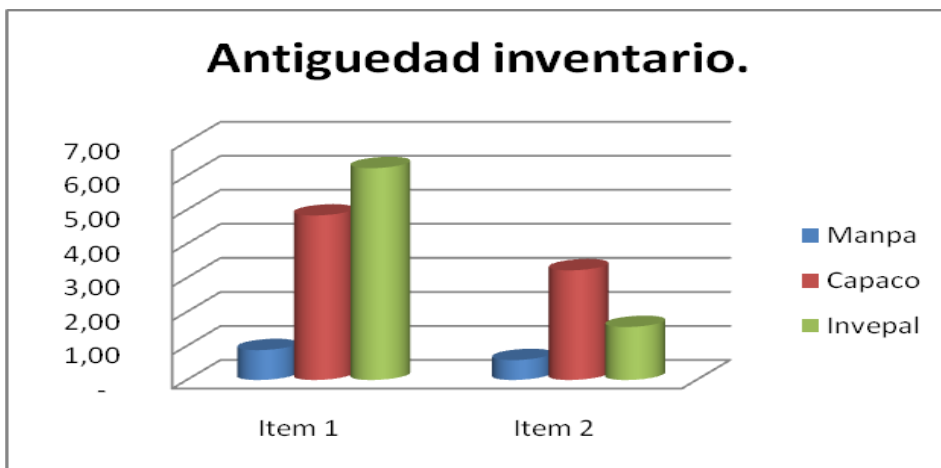
finanzas por la necesidad de adquirir materiales a una tasas de cambio desconocida que impide estimar los costos y establecer de forma adecuada los precios de ventas.

Tabla N. ° 12
Variable: Ciclo financiero
Dimensión: Área productiva
Indicador: Producción, ventas, inventario.
Instrumento: Guía observación

N.º	Item	Manpa	Capaco	Invepal
1	Cuántos meses de antigüedad tiene el inventario de materia prima?	0,88	4,83	6,23
2	Cuántos meses de antigüedad tiene el inventario de productos terminados?	0,58	3,22	1,56

Fuente: La investigadora (2013)

Gráfico No. 04. Antigüedad inventario



Fuente: La investigadora (2013)

Se analiza la antigüedad de los inventarios iniciando por Manpa que aun con los problemas de suministro de materia prima mantiene menos de un mes en inventario,

lo que genera un riesgo en una economía con escasez y en cuanto a productos terminados 15 días, lo que supone un manejo óptimo del producto. Mientras que Capaco e Invepal mantiene altos inventarios, se puede relacionar a la preparación de la zafra escolar como se ha indicado anteriormente y a compras de oportunidad por grandes importaciones a una tasa específica de bolívares por dólar.

Tabla N. ° 13

Variable: Ciclo financiero

Dimensión: Área financiera

Indicador: Antigüedad cuentas por cobrar y cuentas por pagar.

Instrumento: Guía observación

N.º	Ítem	Manpa	Capaco	Invepal
3	Cuánto son los días calle, de cuentas por cobrar?	23,48	45,65	103,71
4	Cuánto son los días calle, de cuentas por pagar?	12,45	209,44	63,89

Fuente: La Investigadora (2013)

Gráfico No. 5 Días Calle



Fuente: La Investigadora (2013)

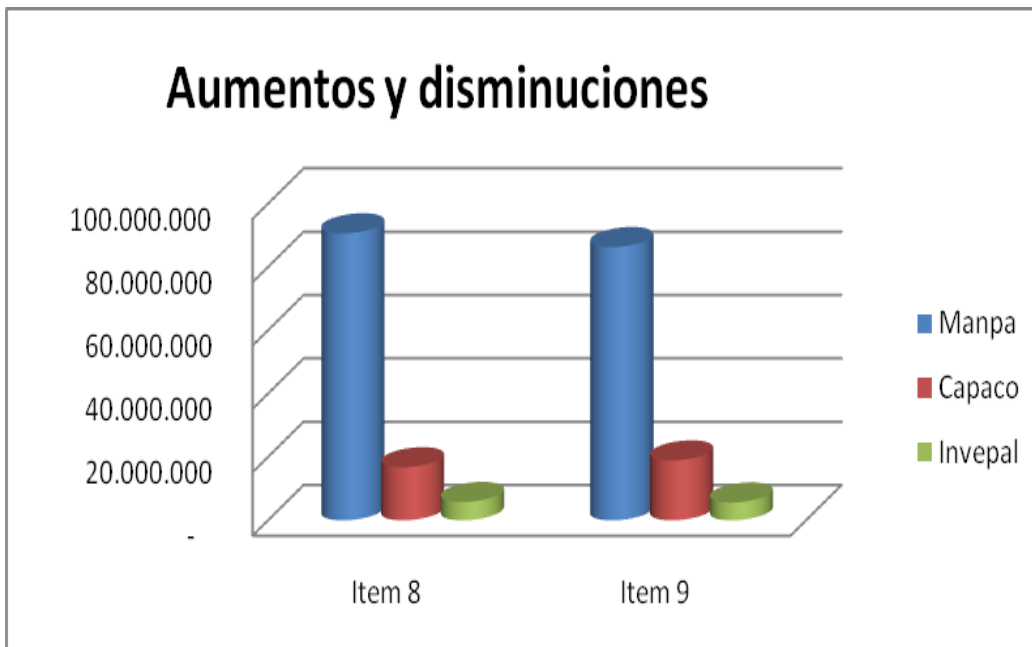
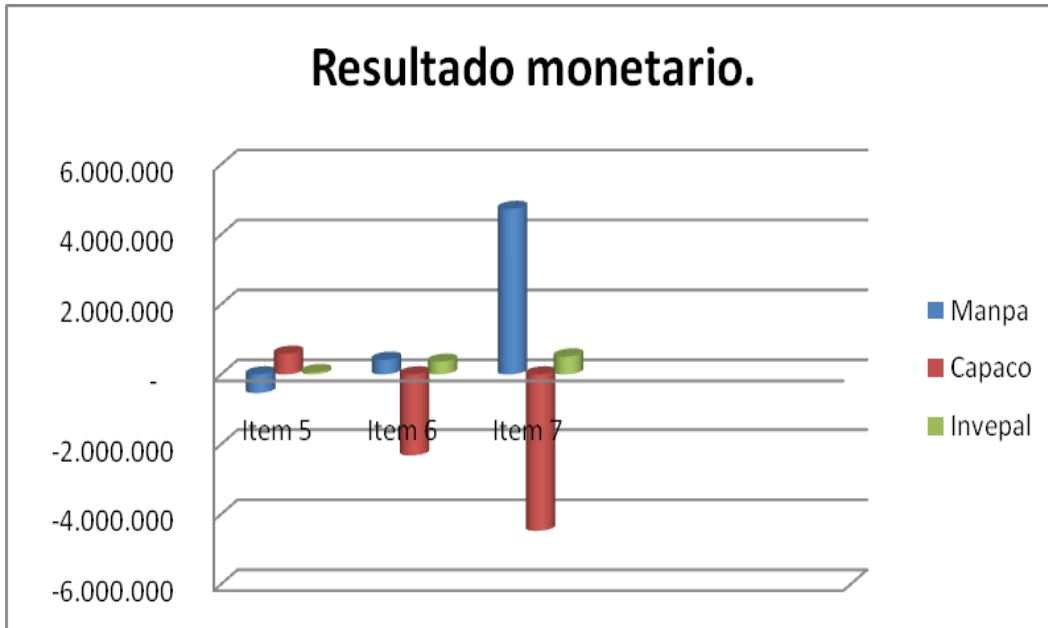
Las tres empresas manejan 30 días para cuentas por cobrar y 30 días para cuentas por pagar, Manpa presenta 23,48 días reflejando una excelente cobranza y las cuentas por pagar al cierre tiene 12,45 días, lo que expresa una capacidad de pago excelente. Capaco refleja unas cuentas por pagar de 209 días situación que se deduce sea por las importaciones realizadas no canceladas a la fecha por problemas de disponibilidad de divisas. En el caso de Invepal se nota un retraso en el cobro al igual que el pago. Todas las organizaciones deben ser vigilantes de sus cobranzas y pagos para obtener una razonable solvencia financiera.

Tabla N. ° 14
Variable: Ciclo financiero
Dimensión: Área financiera
Indicador: Resultado monetario.
Instrumento: Guía observación

N.°	Ítem	Manpa	Capaco	Invepal
5	Cuánto es el resultado monetario del ejercicio?	-533.211	590.671	-64.015
6	Cuánto es la posición monetaria inicial histórica?	416.291	- 2.315.852	361.821
7	Cuánto es la posición monetaria final histórica?	4.730.740	-4.472.148	511.162
8	Cuánto es el monto histórico de los aumentos en el resultado monetario?	90.631.928	16.745.231	5.787.460
9	Cuánto es el monto histórico de las disminuciones en el resultado monetario?	86.317.479	18.901.527	5.638.119

Fuente: La investigadora (2013)

Gráfico No. 6 Resultado monetario. Gráfico No. 7 Aumentos y disminuciones.



Fuente: La investigadora (2013)

Las preguntas representadas en la tabla número 13, referente al área financiera, se resumen en el resultado monetario manifestando primeramente para Manpa con una pérdida monetaria que a la luz de los datos del ítem 05 al 09 se ocasiona por la mayor cuantía de sus activos monetarios al inicio y cierre del ejercicio y a su excelente solvencia económica, que le genera pérdida monetaria por estar en una economía inflacionaria. Según el BA VEN NIF 2 Versión uno, establece que Venezuela muestra una economía hiperinflacionaria. Igualmente Invepal muestra una pequeña pérdida monetaria ocasionada por su posición monetaria activa.

Finalmente Capaco presenta una ganancia monetaria que en base a sus datos reflejados, se afirma que es causado por los altos pasivos monetarios tanto al inicio como al final del ejercicio, resultando una posición monetaria pasiva.

Las organizaciones deben considerar que en economías inflacionarias mantener activos monetarios, genera pérdida monetaria y conservar pasivos monetarios genera ganancia monetaria, esto debido a la pérdida del poder adquisitivo, tratado por la Norma Internacional de Contabilidad No.29 (NIC-29) en su párrafo 27 de la manera siguiente, “En un periodo de inflación, toda entidad que mantenga un exceso de activos monetarios sobre pasivos monetarios, perderá poder adquisitivo, y toda entidad que mantenga un exceso de pasivos monetarios sobre activos monetarios, ganará poder adquisitivo, siempre que tales partidas no se encuentren sujetas a un índice de precios”.

Tabla N. ° 15

Variable: Indicadores financieros

Dimensión: Razón solvencia, razón estabilidad y solvencia financiera.

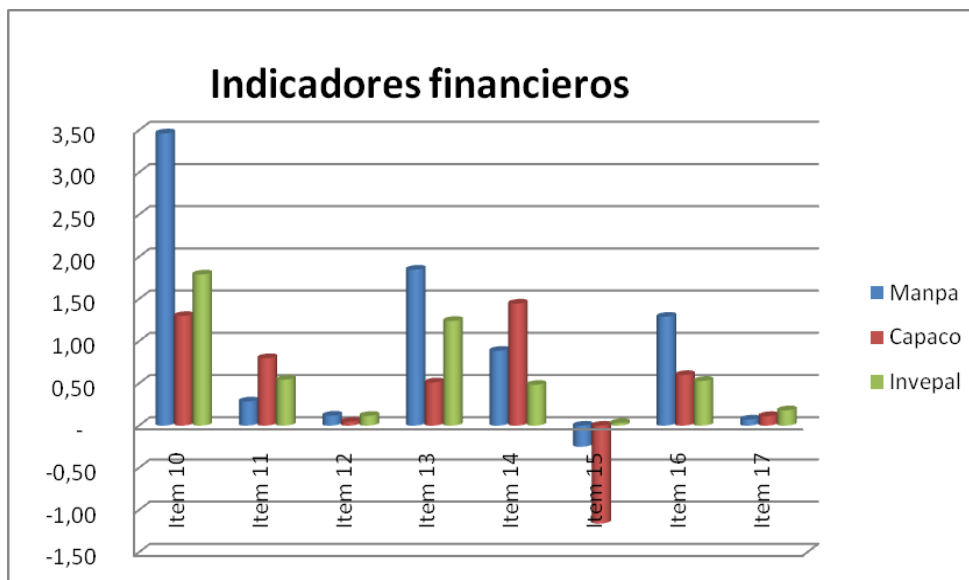
Indicador: Solvencia, apalancamiento financiero y exposición monetaria

Instrumento: Guía observación

N.º	Ítem	Manpa	Capaco	Invepal
10	Cuánto es el valor de la razón de solvencia?	3,46	1,30	1,79
11	Cuánto es el apalancamiento financiero?	0,29	0,80	0,54
12	Cuánto es la razón de la productividad?	0,12	0,05	0,12
13	Cuánto es la exposición monetaria Neta?	1,85	0,51	1,24
14	Cuánto es la cobertura de la inflación?	0,89	1,45	0,48
15	Cuánto es la cobertura del patrimonio?	0,81 a 0,56	2,5 a 1,34	0,68 a 0,71
16	Cuánto es el deterioro del capital social?	6,40 a 7,69	2,97 a 3,57	2,11 a 2,64
17	Cuánto es el resultado monetario Vs. resultado neto?	0,07	0,11	0,18

Fuente: La Investigadora 2013

Gráfico No. 8. Indicadores Financieros



Fuente: La Investigadora (2013)

Se mencionan las características más resaltantes por cada pregunta presentada en la tabla No 14, en cuanto a la razón de solvencia según Jaramillo (2006), Se utiliza como un indicador de la capacidad de la empresa para liquidar oportunamente sus obligaciones a corto plazo y el rango razonable es mayor a un dígito. Todas las empresas investigadas lo superan, pero es Manpa la organización con el mayor volumen de activos circulante sobre los pasivos circulantes como lo refleja el ítem 6 y 7, por tanto su razón de solvencia triplica a las otras empresas objeto a estudio, en relación al apalancamiento financiero, Jaramillo (2006) indica en términos generales, cuando el cociente obtenido de esta razón es inferior a 0.50%, se considera que la situación financiera es satisfactoria y la única empresa que cumple la condición es Manpa, por tanto se puede decir que es la sociedad con mejor situación financiera de las empresas investigadas.

La productividad reflejada en el ítem 12 fue calculada con el resultado neto entre las ventas netas resultando para Manpa e Invepal un 12 por ciento, pero se debe considerar el volumen de ventas, donde Manpa es dieciséis veces más grande que Invepal.

En otro orden de ideas se tiene que el análisis inflacionario tiene parámetros distintos a los razonamientos financieros de la contabilidad histórica, así es el caso de la cobertura de la inflación donde Catacora (2009), establece un parámetro de comparación para este índice en la unidad, las empresas Manpa e Invepal superan este rango en 1,85 y 1,24 coincidiendo con lo reflejado en los ítem 6 y 7, que indican que la posición monetaria de ambas empresas es pasiva. Estos valores deben ser visto con prudencia ya que los resultados positivos de estas organizaciones, pueden depender de la ganancia monetaria y no de su actividad operativa.

En el mismo orden de ideas se encuentra la cobertura de la inflación, donde el parámetro de comparación es nuevamente la unidad, todo índice mayor a la unidad es

favorable por cuanto los activos no monetarios son mayores que los activos monetarios y solo Capaco lo supera principalmente por la baja cuantía de los activos monetarios, como lo reflejan los estados financieros suministrados por la empresa y no por la protección que debe tener con sus activos no monetarios.

En esta perspectiva se encuentra la cobertura del patrimonio donde situación preferible según Catacora (2009) de este indicador debe ser al aumento, y en el análisis se observa que las empresas Manpa y Capaco, no presentaron aumento en el mismo, en proporciones distintas, situación delicada de analizar ya que se interpreta como un incremento del patrimonio no respaldado por activos no monetarios.

Debe señalarse que en economías inflacionarias, el índice de deterioro de capital, tiende al crecimiento originado por el aumento de la inflación de un periodo a otro y las tres empresas investigadas poseen la misma tendencia, lo que las puede llevar a un deterioro agresivo del capital en un futuro.

Desde el punto de vista inflacionario se tiene resultado monetario Vs. resultado neto, donde Manpa arroja una pérdida monetaria sobre un resultado ganancia producto de su rentabilidad ajustada por inflación, al igual que Capaco, mientras que Invepal refleja ganancia monetaria por mantener pasivos monetarios.

Tabla N. ° 16**Variable: Costo de capital****Dimensión: Créditos y patrimonio.****Indicador: Créditos, acciones, utilidades retenidas y valor económico agregado****Instrumento: Guía observación**

N.º	Ítem	Manpa	Capaco	Invepal
18	Cuánto es el monto mensual de descuentos recibidos en créditos comerciales.	111.781,78	44.995,08	3.812,31
19	Cuánto es el monto mensual de descuentos recibidos no aprovechados en créditos comerciales.	55.890,89	11.248,77	15.249,24
20	Cuánto es el monto mensual de cuentas por pagar comercial.	5.589.089,08	1.124.877,08	381.231,00
21	Cuál es la tasa de impuestos sobre la renta.	0,34	0,34	0,34
22	Cuánto es el monto nominal de la deuda a largo plazo	1.234.900,00	1.585.418,00	1.129.802,00
23	Cuál es la tasa de interés a reconocer sobre el valor nominal de la deuda a largo plazo	0,16	0,16	0,16
24	La empresa utiliza financiamientos a través de bono	NO	NO	NO
25	Cuál es el monto producido neto en la colocación en acción preferente.	146,87	-	-
26	Cuál es el costo efectivo de la acción preferente	112,98	-	-
27	Cuál es el dividendo asegurado en acciones preferentes	0,10	-	-
28	Cuánto son las utilidades por acción común después de pagar el impuesto sobre la renta	298,44	126,29	37,33
29	Cuánto es el dividendo corriente por acción común	198,44	26,29	62,67
30	Cuánto es el valor por acciones comunes en libros.	100,00	100,00	100,00
31	Cuánto es el valor de la acción común en el mercado.	290,00	110,00	110,00
32	Cuánto es la tasa de comisión en acciones comunes.	0,05	0,05	0,05
33	Cuánto es la tasa de comisión en acciones comunes.	0,05	0,05	0,05
34	Cuánto es el valor económico agregado (EVA) para el año 2012?	-	-	-

Fuente: La investigadora 2013

Tabla No. 17 Resúmenes costo de capital

N.º	Ítem	Manpa	Capaco	Invepal
1	Créditos Comerciales (Item:18,19,20,21)	1%	1%	3%
2	Endeudamiento (Item:22,23,24).	n.a.	n.a.	n.a.
3	Acciones Preferentes (Item 25,26,27)	8%	0%	0%
4	Acciones Comunes (Item 28,29,30,31,32)	69%	25%	-56%
5	Ganancias retenidas (Item 33)	43%	16%	-35%
6	Costo de capital EVA (Item 34)	7.592.208	283.353	- 397.998

Fuente: La Investigadora 2013

En proporción a los ítem 18,19,20 y 21 que sirven de base para calcular las fuentes de financiamientos, específicamente los créditos comerciales, los cuales acarrear en muchas ocasiones descuento por pronto pago, en este caso, el porcentaje arrojado se entienden como la penalidad que paga la empresa por no cumplir con sus obligaciones al tiempo establecido, perdiendo de los descuentos convenidos. En el análisis realizado la empresa que mas pierde descuentos por pronto pago es Invepal, por mantener medianos volúmenes de pasivos y muchos se cancelan posterior a su vencimiento, como consta en el ítem 04 de la guía de observación, con los días calle de cuentas por pagar expresados en 63,89 y lo establecido es 30 días.

En relaciona al endeudamiento a largo plazo con bonos no convertibles, se encontró que ninguna de las empresas investigadas aprovechan esta herramienta financiera.

Cabe considerar, por otra parte, en relación al patrimonio soportado por los ítem 25 al 33, que solo la empresa Manpa coloca acciones preferentes en el mercado, produciendo un beneficio asegurado de ocho por ciento, el resto de las empresas solo

manejan acciones comunes, que es reconocida como la fuente primaria de capital contable reflejando un rendimiento para Manpa de 69 por ciento, que incluye según la fórmula aplicada el rendimiento del 43 por ciento de las utilidades retenidas, situación favorable para dicha empresa igualmente para Capaco, en menor cuantía que refleja un 25 por ciento en acciones comunes y utilidades retenidas, y en sentido opuesto está Invepal, con un rendimiento negativo ocasionado por el rendimiento por acción de bs. 37,33 y su valor en libro de 110, situación crítica para la empresa.

Finalmente en relación al valor económico agregado (EVA), arrojó un resultado positivo de bs. 7.592.208 y 283.353, para las empresas Manpa y Capaco respectivamente, en función a lo expresado en las bases teóricas, sí el EVA es positivo, significa que la empresa ha generado una rentabilidad por arriba de su costo de capital y si tiene un efecto negativo, refiere que la rentabilidad de la empresa no alcanzó en ese año para cubrir el costo de capital, como es el caso de Invepal con un resultado negativo de Bs. 397.998.

Este resultado final analizado coincide con las acotaciones anteriores, ya que el transcurso de toda la investigación, la empresa Invepal ha mostrado resultados pocos favorables para los accionistas. Toda organización debe garantizar a través de sus operaciones la generación de valor del negocio, garantizar a los socios un EVA positivo, usar esta herramienta para la planeación estratégica, toma de decisiones, evaluación de desempeño entre otros.

CAPÍTULO V

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Para dar cierre a la investigación, se construye el cuerpo de conclusiones y recomendaciones. A este respecto, resulta interesante reseñar a Giménez (1997:63), quien expresa “las conclusiones constituyen los juicios del investigador, producto de los argumentos expuestos en el análisis e interpretación de los resultados de la investigación realizada”.

Respecto a las recomendaciones dicho autor señala: “son las proporciones o sugerencias que han de servir de base para la solución del problema planteado, tiene que ver con las acciones a seguir a corto plazo, mediano y largo plazo por quienes participan en la solución del problema.

En el caso de esta investigación, la autora pudo establecer las siguientes conclusiones, en relación al objetivo 01, respecto a descripción del capital financiero de las empresas productoras de cuadernos escolares del estado Aragua, para el ejercicio 2012 se finiquita que:

- Las empresas objeto estudio de la investigación manejan descuentos por pronto pago, que según cifras obtenidas en la guía de observación oscilan entre 1 y 4 por ciento y las empresa Manpa y Capaco pierden el 1 por ciento de estos descuentos mientras que Invepal pierde el 4 por ciento de los mismos, por no realizar sus pagos al tiempo establecido. A juicio de la investigadora el uso adecuado de esta fuente de financiamiento esta dado cuando el descuento aprovechado es mayor que el costo de su financiación, si con el pago al contado se consigue un ahorro superior al costo de su financiación, le resultará

beneficioso a las empresas aprovechar este descuento, en el caso de Invepal pierde esta oportunidad, por no cumplir con sus pagos a tiempo.

- Las tres empresas investigadas manejan créditos comerciales a corto y largo plazo, sin incluir financiamientos a través de bonos y la empresa Invepal maneja sus créditos con la banca pública a corto plazo, por considerar que los rendimientos son más efectivos que los de la banca privada. Al respecto se concluye que mantener créditos con la banca, garantiza el dinamismo de la operación a través de una línea de crédito se podrá utilizar los recursos para las necesidades del negocio, aprovechar oportunidades de compra de materias primas, cubrir los desfases de los días de pago y cobro, así como de los días que permanece el inventario en el almacén por vender productos de temporada escolar. Igualmente los créditos son favorable para engrandecer el negocio con la adquisición de maquinaria, ampliar las instalaciones, o lo que se requiera para vender más y ser más rentable y finalmente contratar un crédito de mediano o largo plazos ayudará a que el negocio sea más grande y construir un historial crediticio positivo.
- En cuanto a la composición del patrimonio según los datos obtenido y la información plasmada en la reseña histórica, se concluyó que Manpa y Capaco, poseen acciones comunes y preferentes totalmente de capital privado, mientras Invepal es una empresa de utilidad pública que solo maneja acciones comunes ya que la apertura a acciones preferentes le genera riesgo de perder el control de una empresa que es de interés social según lo dictaminó la Asamblea Nacional el 13 de enero del 2005, adicional se ultima que esta decisión va aunada al alto riesgo financiero que conlleva la emisión de acciones preferentes, por su alto interés bancario a cambio de poder perderlo

todo, mientras que las acciones comunes se utilizan para conseguir capital social a largo plazo, representando las formas de propiedad.

Desde la perspectiva más general se encuentra el objetivo 02, relacionado con la caracterización del ciclo financiero de las empresas producto de ésta investigación, donde se parte en líneas generales de un proceso cíclico o de zafra de temporada escolar, el cual consiste en realizar la producción en un periodo para satisfacer el mercado escolar que según calendario venezolano está comprendido entre los meses junio a septiembre, al respecto se detalla:

- Capaco e Invepal, mantienen un proceso productivo con una sola línea de productos definida como escolar, por tanto su producción no es constante durante todo año y sus mayores volúmenes de ventas se manifiestan de junio a septiembre, reflejando un flujo de caja variable mes a mes, lo que lleva a la necesidad de obtener créditos bancarios o aportes significativos de socios, para financiar la zafra escolar.
- Esta temporalidad conlleva a tener grandes cantidades de inventario para cumplir con el proceso productivo, como lo refleja Capaco e Invepal con 4 y 6 meses de rotación respectivamente. Lo que genera un mayor costo de almacenamiento, e inversiones cuantiosas al inicio de la temporada escolar.
- La empresa Manpa difiere de esta realidad ya que mantiene su nivel productivo con otras líneas productivas como papel corrugado, higiénicos entre otros. Como consecuencia de su proceso productivo continuo, refleja ventas constantes y flujo de caja uniforme en el ejercicio. Por tanto la producción de artículos escolares no depende únicamente del financiamiento, sino que se apoya en las otras líneas como el caso de corrugados que forma

parte de las materias primas necesarias para la elaboración del cuaderno, es por eso, que Manpa se considera una empresa integral.

- En cuanto al componente de los materiales primarios, las tres empresas investigadas coinciden que más del 50 por ciento de sus materias primas son importadas, y los volúmenes de importaciones son elevados, en función a la dificultad que poseen estas organizaciones de percibir divisas para tal fin. Situación que afecta directamente la rentabilidad de la empresa y genera la necesidad de contar con un alto volumen monetario para poder realizar la transacción en el momento que cumpla con todos los requerimientos establecidos por el control cambiario venezolano que posiblemente no coincidan con el momento óptimo de compra para la empresa.
- Los días calle de cuentas por cobrar y pagar de Manpa están dentro de la políticas establecidas por la empresa, mientras que Capaco e Invepal no, resaltando Capaco los días calle de cuentas por pagar en 209 de los 30 días establecidos, motivado a las deudas en moneda extranjera por falta de divisas para honrar las deudas, mientras que las cuentas por pagar nacionales están al día lo que confirma el otorgamiento de descuentos por pronto pago recibidos, que como fuente de financiamiento son positivos para la empresa. Y en el caso de Invepal los días calle de cuentas por cobrar están en 103 de los 30 días fijados, se identificó que son acreencias con empresas públicas, esta práctica afecta la situación financiera de la empresa ya que no se pueden proyectar de manera precisa los cobros. Es importante resaltar que para efectos de financiamiento bancario se debe tener una razonable solvencia soportada por un incremento de cuentas por cobrar sobre las cuentas por pagar, análisis inverso si consideramos que un país inflacionario las mayores cuentas por cobrar generan pérdida monetaria.

- Desde la perspectiva inflacionaria Manpa refleja una pérdida monetaria ocasionada por su posición monetaria activa y por la mayor cuantía de sus ingresos en relación a sus egresos. Mientras que Capaco presenta una ganancia monetaria originada por los grandes niveles de endeudamiento arrojando una posición monetaria pasiva. Y finalmente en el caso de Invepal muestra una pequeña ganancia monetaria por un movimiento de aumentos y disminuciones muy similar. Se finiquita que en épocas de inflación resulta inadecuado administrar una empresa con las políticas y métodos utilizados en épocas de relativa estabilidad de precios, los problemas que enfrentan la empresa dentro de un contexto inflacionario, implica el abandono de algunas políticas tradicionales o la aplicación de conocimientos más evolucionados de gestión, entre los cuales se encuentran la administración de los llamados valores monetarios; como son efectivo, inversiones temporales, cuentas y documentos por cobrar y pagar, pasivos acumulados. Estos conceptos, al retenerlos en época de inflación genera una utilidad en el caso de pasivos y una pérdida en el caso de los activos.
- La pérdida derivada de mantener valores monetarios activos en épocas de inflación, representa un concepto importante de la determinación de los resultados de una entidad y una pérdida real de recursos de capital de trabajo. Cuando los activos monetarios exceden el monto de los pasivos quiere decir que la empresa ha invertido parte de su patrimonio en activos monetarios; los que por mantener su valor nominal, sufren un deterioro de poder de adquisición de otros bienes y servicios.

Se observó en el tercer objetivo los indicadores financieros aplicables a las empresas productoras de cuadernos escolares para el ejercicio 2012, destacando los siguientes resultados:

- Manpa tiene una excelente solvencia financiera, apalancamiento financiero, lo que indica que es una empresa solvente, situación opuesta la de la empresa Invepal que refleja una baja gradual del poder adquisitivo del dinero provocando un alza de las tasas nominales de interés y, consecuentemente, un aumento del costo de capital que las empresa debe utilizar para financiar sus inversiones.
- Los fondos de las empresas Invepal y Capaco no se mantienen constantes durante el ejercicio económico. El ejecutivo financiero debe asumir la responsabilidad primordial de mantener y conservar la continuidad en la corriente de fondos, de tal manera que no se frustre ninguna decisión básica de la dirección por falta de fondos

En relación al cuarto objetivo que determina el costo de capital financiero, para las empresas productoras de cuadernos escolares del Estado Aragua, al respecto se indica

- Ninguna de las empresas investigadas aprovecha la herramienta financiera relaciona al endeudamiento a largo plazo con bonos no convertibles. Privándose de la posibilidad de obtener fondos directamente de los mercados financieros con interés que puede tener carácter fijo o variable.
- En relación al valor económico agregado (EVA), arrojo un resultado positivo de bs. 7.592.208 y 283.353 para las empresas Manpa y Capaco respectivamente lo que significa que la empresa ha generado una rentabilidad

por arriba de su costo de capital, generando una situación de creación de valor, y un efecto negativo para Invepal de Bs. 397.998 se considera que la empresa no es capaz de cubrir su costo de capital y por lo tanto está destruyendo valor para los accionistas.

Finalmente, luego de analizar las características y revisar los resultados financieros de las tres empresas objeto de la investigación, se observa que son de características similares, dirigidas al mismo mercado de productos escolares, con instrumentos de inversión distintos, se concluye que sus resultados no están condicionados a su estrategia financiera aplicada sino a su capacidad operativa generadora de renta, basado en el teorema de Modigliani-Miller (1958:261) que afirma “que el valor de una compañía no se ve afectado por la forma en que ésta es financiada en ausencia de impuestos, costes de quiebra y asimetrías en la información de los agentes. Oponiéndose al punto de vista tradicional, el teorema establece que es indiferente que la empresa logre el capital necesario para su funcionamiento acudiendo a sus accionistas o emitiendo deuda. También es indiferente la política de dividendos” El estudio realizado se basó en la proposición 1 del teorema que considera; no hay impuestos, no hay costes de transacción, los particulares y las empresas pueden pedir prestado a los mismos tipos de interés.

A continuación se mencionan algunas medidas recomendadas por la investigadora:

- Desde una óptica general se recomienda a las organizaciones, asumiendo que sus características sean similares, considerar el análisis de los estados financieros históricos y el costo de capital de forma paralela al análisis bajo inflación, por las siguientes razones:
 - Es recomendable cancelar las deudas comerciales a tiempo para aprovechar el descuento financiero, lo que ayuda a tener solvencia

financiera y favorece a obtener un capital óptimo, pero desde el punto de vista inflacionario genera perdida monetaria.

- Obtener el financiamiento mayoritariamente con capital propio para genera una participación activa en la toma de decisiones, aunque aumente el riesgo para los accionistas.
- Incluir en el análisis recurrente contable el cálculo del EVA, para evaluar el valor del negocio, este análisis debe estar correspondido al flujo de caja con el riesgo que este incurre por el uso del capital.
- La gestión de la empresa no se debe basar en generar utilidad, sino en la creación de valor y una de sus pilares es la habilidad administrativa de sus finanzas.
- Para efectos financieros, las organizaciones deben tener alta rotación de inventarios y así evitar gastos de almacenamiento y financiamiento y garantizar el retorno de la inversión, aunque desde el punto de vista inflacionario estos valores están protegidos de la inflación.
- En relación a las cuentas por cobrar, su alta rotación denota una necesidad menor de financiamiento para capital de trabajo, y sus altos niveles le da una solvencia financiera efectiva, pero desde la óptica inflacionaria le genera una posición monetaria activa.
- En cuanto al apalancamiento financiero, se debe mantener que los activos superen a los pasivos y para protegerlos de la inflación, estos activos deben ser no monetarios.
- En función de la productividad, se exhorta a utilizar a capacidad instalada de la planta para lograr beneficios a través del mantenimiento de los costos fijos y el mayor volumen de ventas, haciendo uso de esta manera del endeudamiento operativo.
- Internalizar que el éxito de la organizaciones esta soportado en su productividad más que en su financiamiento

- En economías inflacionarias como la nuestra es recomendable invertir la liquidez monetaria en activos no monetarios y así proteger el capital de los accionistas del fenómeno inflacionario y darle un mayor valor al negocio.
- Los administradores deben buscar un equilibrio entre los análisis históricos y los ajustados por inflación para lograr una interpretación correcta de la situación de la empresa.

Desde el punto específico para las empresas objeto estudio de esta investigación se recomienda:

- Las empresas productoras de cuadernos escolares deben ampliar su gama de producción o ampliar su mercado a límites internacionales, para intentar lograr una venta continua y un flujo de efectivo constante durante todo el ejercicio económico y así garantizar la rentabilidad de la organización y la optimización del capital de los accionistas en el tiempo.

A continuación se presenta calendario escolar de los países con mayores ventajas logísticas por la cercanía con Venezuela, como es Colombia su inicio de actividades escolares es enero y Brasil inicia su periodo escolar en marzo, como se puede observar los periodos escolares son diferentes a los venezolanos, lo que abre la posibilidad de ampliar las fronteras a conquistar estos mercados y lograr mantener una producción constante durante todo el ejercicio económico.

Y de esta manera llevar a los inventarios a su mayor rotación, recomendado 2 meses, de este modo tratar de lograr estabilidad y mejora de rentabilidad, disminuyendo costos de almacenamiento, entre otros.

- Desde el punto de vista de la razón de solvencia, establecer los términos de crédito a conceder a los clientes, que constituyan un estímulo y ello beneficie las ventas, sin perjudicar el flujo de caja.
 - Manpa mantener sus 23 días calle, que superan su política establecida de 30 días.
 - Capaco establecer una política de cobranza amparada en el otorgamiento de descuentos por pronto pago, considerando que su rentabilidad puede soportar dicha estrategia.
 - Invepal, presenta 103,7 días calle, se recomienda hacer una gestión agresiva de cobro y analizar los clientes y conceder los créditos en función de la capacidad de pago de cada cliente.

Con esta disminución de días calle se lograría obtener capital y disminuir los elevados saldos de los pasivos que pagan intereses, que se poseen con bancos, entidades financieras y proveedores. Por lo que es necesario la evaluación y cambio de ésta política.

- Continuando con la razón de solvencia, se tienen los días calle de cuentas por pagar, que conjuntamente con las cuentas por cobrar entre otros conforman esta razón, al respecto se indica:
 - Manpa presenta 12,45 días calle y su política es de 30 días, disminución que obedece al aprovechamiento de los descuentos por pronto pago, se recomienda mantener este comportamiento que equilibra sus cuentas por cobrar y por pagar, dando una razón positiva de solvencia.

- Capaco tiene días calle muy elevados en 209,44 de los 30 días establecido por sus políticas, se deben analizar las cuentas por pagar en moneda extranjera ya que por no tener disponibilidad de dividas son las que incrementan los días de retraso, se recomienda buscar materias primas sustitutas de producción nacional y conformar un equipo de trabajo que se especialice exclusivamente a transacciones relacionadas con importaciones.
- Invepal duplica sus días calle de lo establecido por la empresa que son 30, se encomienda mejorar sus cobranzas para de esta forma poder cumplir con sus obligaciones.

Si las empresas no tienen liquidez suficiente debe recurrir a créditos generen fondos suficientes para atender el pago de las deudas, definiendo adecuadamente el financiamiento corriente que minimice los costos.

- Ahora bien analizando estos resultados desde el punto de vista de solvencia financiera en época de inflación, se recomienda mantener pasivos monetarios superiores a los activos monetarios, siempre que sean en bolívares, lo que le va generar ganancia monetaria desde el punto de vista inflacionario, pero no podemos desligar a los razonamientos financieros de la contabilidad histórica que exige valores contrarios, por tanto debemos buscar un equilibrio, que permita mantener solvencia para optar a créditos y procurar no obtener grandes posiciones monetarias activas que representen perdida monetaria, que va en detrimento de su patrimonio.
- Continuando con el análisis inflacionario, se recomienda aplicar los recursos provenientes del crédito que les ha sido concedido por terceros, en la

inversión de bienes, muebles e inmuebles e inventarios. (activos no monetarios) para obtener ganancia, entre las cuales se pueden mencionar:

- Adquisición de Maquina de cuadernos espirales para entrar al mercado internacional.
 - Maquinas litográficas para producir diseños y tintas
 - Entre otros.
- En relación a las compras de materias primas importadas se recomienda hacer un presupuesto de adquisición de materiales, basado en proyección de ventas pero con suficiente anticipación en fecha para cubrir los plazos de espera establecidos por el ente regulador del control cambiario, los tiempos de producción en el extranjero y el periodo de la nacionalización, adicionalmente se recomienda puntualmente a Capaco invertir en un molino para garantizar el suministro de papel y a Invepal recuperar su planta de producción de papel e invertir en una litografía para garantizar el suministro de diseños y tintas.
 - En cuanto al valor económico de Invepal, que es negativo en 397.998 bs. Se recomienda evaluar, la inclusión de nuevas políticas para incrementar su rentabilidad, aun por ser una empresa de utilidad pública no justifica los resultados negativos, se indica:
 - Ampliación de la cartera de clientes, dirigida a clientes con capacidad de pago.
 - Apertura a nuevos accionista.
 - Inclusión en la banca privada para canalizar los créditos en combinación con la banca pública.

- Proporcionar por medio de los estados financieros, información adecuada y suficiente a sus usuarios para que estos cuenten con los elementos necesarios para la toma de decisiones.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

ARIAS Fideas (2006) **Proyecto de Investigación. Introducción a la metodología científica. Quinta Edición:** Editorial: Episteme.

BAPTISTA y Otros (1998) **Metodología de la Investigación y manejo de la información.** Editorial: Mc Graw Hill Interamericana.

BORGE, D. (2004) **El Pequeño Gran Libro del Riesgo.** Paidós Plural. Barcelona.

CATACORA, Fernando (2009) **Reexpresión de Estados Financieros** Editorial: Mc Graw Hill Interamericana.

Conferencia Internacional del Trabajo, 96.a reunión, 2007 Informe VI
Oficina Internacional del Trabajo Ginebra

GARAY, U. (2009). **Fundamentos de Finanzas.** Editorial: IESA Segunda Edición.

GIMENEZ, R. (2000). **El proceso de investigación.** 1 era edición. Valencia Venezuela.

GITMAN, L. (1986) **Fundamentos de Administración Financiera:** Editorial: Harla, SA de CV México, Tercera Edición.

GITMAN, L. (2007) **Principios de Administración Financiera:** Editorial: Pearson Educacion de México, S.A., Decimo primera Edición

Gómez Trujillo (2007). **Administración de Riesgos.** . [Documento en Linea]
Disponible: www.gacetafinanciera.com/GRMK.ppt

HERNANDEZ R. Y OTROS (1998) **Metodología de la investigación.** Segunda edición: Mc Graw Hill México

HURTADO, J. (2007) **El Proyecto de Investigación.** Editora Quirón.

JARAMILLO, F (2006) **Análisis Financiero Básico.** Editora Alfaomega Colombiana

KOONTZ, H y WEIHRICH, H. (1998) **Administración: una perspectiva global**
11ª Edición. Ed. Mc Graw Hill.

- LOVERA, J. (2002) **Cuando reestructurar una Empresa**. Edición 2002.
- MANTILLA, S y Vázquez T. (1997) **Conocimiento, Metodología e Investigación Contable**. Editora Roesga. Bogotá.
- MORALES, J (2008) **Proyecto de Inversión**. edición: Mc Graw Hill.
- ORTIZ, A (2005) **Gerencia Financiera y Diagnostico Estratégico**. Segunda edición: Mc Graw Hill
- PALEPU y Otros. (2002) **Análisis y valuación de Negocios. Mediante Estados Financieros**. Editora Thomson.
- RAPALLO. C. (2002) **Análisis de Gerencia**. Editora Thomson.
- ROSS, S. Westeifiel R y Jordán B (1996) **Fundamentos de Finanzas Corporativas**. 2da Edición. Irwin Publicaciones. España.
- SUAREZ, A (1997) **Manual del pequeño inversor. El valor del dinero**. Ediciones Pirámide.
- UNIVERSIDAD DE CARABOBO, Facultad de Ciencias Económicas y Sociales (2013) **Normativa para los trabajo de investigación de la Facultad de Ciencias Económicas y Sociales de la Universidad de Carabobo**. Valencia Venezuela.
- UNIVERSIDAD PEDAGOGICA EXPERIMENTAL LIBERTADOR (UPEL) (2008). **Manual de trabajo de grado de especialización y maestrías y tesis doctorales**.
- ZAMORANO, Enrique (2006) **Análisis Financiero para la toma de decisiones en las empresas** Editorial: IMCP.

ANEXOS

ANEXO 01

INSTRUMENTO DE RECOLECCION DE DATOS

CUESTIONARIO PARA GERENTE DE ADMINSTRACION

CUESTIONARIO	Si	No	No posee información
Objetivo 1. Describir la composición de la estructura financiera de las empresas productoras de cuadernos escolares del estado Aragua.			
1. Recibe descuento por pronto pago?			
2. Tiene créditos bancarios?			
3. Posee créditos comerciales a corto plazo?			
4. Posee créditos comerciales a largo plazo?			
5. El capital contable está compuesto por acciones comunes?			
6. El capital contable está compuesto por acciones preferentes?			
7. Posee utilidades retenidas?			
Objetivo 2 Señalar el ciclo financiero de las empresas productoras de cuadernos escolares del estado Aragua.			
8. La empresa elabora productos distintos a mercancía escolar?			
9. La producción promedio mensual es constante durante el ejercicio económico?			
10. El porcentaje de producción es directamente proporcional a las ventas realizadas?			
11. Las mayores ventas se realizan en los meses de junio a septiembre?			
12. El mayor volumen de ventas en la empresa está destinado a las ventas al detal?			
13. El componente de materias primas importadas supera el 50% del total?			

Fuente: La Investigadora (2013)

GUIA DE OBSERVACION

Guía de Observación	Bolívares Históricos ó Cantidad	Comentarios
Se evidenciaron las siguientes partidas en los papeles de trabajo?		
Objetivo 2 Señalar el ciclo financiero de las empresas productoras de cuadernos escolares del estado Aragua.		
1. Cuántos meses de antigüedad tiene el inventario de materia prima?		
2. Cuántos meses de antigüedad tiene el inventario de productos terminados?		
3. Cuánto son los días calle, de cuentas por cobrar?		
4. Cuánto son los días calle, de cuentas por pagar?		
5. Cuánto es el resultado monetario del ejercicio?		
6. Cuánto es la posición monetaria inicial histórica?		
7. Cuánto es la posición monetaria final histórica?		
8. Cuánto es el monto histórico de los aumentos en el resultado monetario?		
9. Cuánto es el monto histórico de las disminuciones en el resultado monetario?		
Objetivo 3 Caracterizar los indicadores financieros ajustables a las empresas productoras de cuadernos escolares, relacionados con la estructura financiera		
10. Cuánto es el valor de la razón de solvencia?		
11. Cuánto es el apalancamiento financiero?		
12. Cuánto es la razón de la productividad?		
13. Cuánto es la exposición monetaria Neta?		
14. Cuánto es la cobertura de la inflación?		
15. Cuánto es la cobertura del patrimonio?		
16. Cuánto es el deterioro del capital social?		
17. Cuánto es el resultado monetario Vs. resultado neto?		
Objetivo 4. Analizar los ratios financieros, de las empresas productoras de cuadernos escolares del estado Aragua, en el ejercicio 2012, para su permanencia en el mercado.		
18. Cuánto es el monto mensual de descuentos recibidos en créditos comerciales?		

Guía de Observación	Monto ó Cantidad	Observación
19. Cuánto es el monto mensual de descuentos recibidos no aprovechados en créditos comerciales?		
20. Cuánto es el monto mensual de cuentas por pagar comercial?		
21. Cuál es la tasa de impuestos sobre la renta?		
22. Cuánto es el monto nominal de la deuda a largo plazo?		
23. Cuál es la tasa de interés a reconocer sobre el valor nominal de la deuda a largo plazo?		
24. Cuál es el periodo transcurrido entre la fecha de la emisión y el vencimiento del bono?		
25. Cuál es el monto producido neto en la colocación en acción preferente?		
26. Cuál es el costo efectivo de la acción preferente?		
27. Cuál es el dividendo asegurado en acciones preferentes?		
28. Cuánto son las utilidades por acción común después de pagar el impuesto sobre la renta?		
29. Cuánto es el dividendo corriente por acción común?		
30. Cuánto es el valor por acciones comunes en libros?		
31. Cuánto es el valor de la acción común en el mercado?		
32. Cuánto es la tasa de comisión en acciones comunes?		
33. Cuál es el porcentaje de comisión de compra venta en utilidades retenidas?		
34. Cuánto es el valor económico agregado (EVA) para el año 2012?		

Fuente: La Investigadora (2013)

ANEXO 02

ESTADOS FINANCIEROS MANPA

MANPA

Estado de Resultado	2012	2011
Ingreso por ventas	89.498.410	66.229.920
Descuento y devoluciones	532.373	379.418
Ingreso netos	88.966.037	65.850.502
<u>Costo de venta</u>		
Variable	40.034.717	29.632.726
Fijo	20.462.189	15.145.615
Total costo	60.496.905	44.778.341
Utilidad Bruta	28.469.132	21.072.161
<u>Gastos Operacionales</u>		
Administracion	5.684.880	5.306.750
Ventas	5.051.230	4.271.210
Distribucion	5.957.720	4.043.300
Depreciacion	199.130	228.660
	16.892.960	13.849.920
Utilidad Operativa	11.576.172	7.222.241
Egresos financieros	2.172.030	1.333.710
Otros ingresos	1.100.990	1.510.770
Utilidad Neta	10.505.132	7.399.301
	12%	11%

MANPA

Balance General	2012	2011
Activo		
Efectivo	2.849.776	1.438.076
Efectos y Cuentas por Cobrar	5.722.646	2.306.263
Inventario Materia Prima	2.926.220	3.437.185
Inventario Producto terminado	1.950.813	2.291.456
Gastos pagados por anticipado	170.934	220.115
Propiedad Planta y equipo	4.266.850	3.884.300
Otros activos	1.567.890	890.000
Total Activo	19.455.129	14.467.395
Pasivo		
Pasivos Bancarios por pagar	2.567.900	1.890.000
Efectos y Cuentas por Pagar	1.366.112	1.123.867
Provision Prestaciones	411.594	324.296
Pasivo largo plazo por pagar	1.234.900	1.100.000
Patrimonio		
Acciones Preferentes	1.129.802	564.901
Acciones Comunes	3.520.000	3.520.000
Reserva legal	150.849	91.138
Superavit acumulado	11.641.873	7.743.193
Total Pasivo y Patrimonio	19.455.130	14.467.395

ANEXO 03

ESTADOS FINANCIEROS CAPACO

CAPACO

Estado de Resultado	2012
Ingreso por ventas	16.581.632
Descuento y devoluciones	-
Ingreso netos	16.581.632
<u>Costo de venta</u>	
Variable	6.396.918
Fijo	4.264.612
Total costo	10.661.530
Utilidad Bruta	5.920.102
<u>Gastos Operacionales</u>	
Administración	1.692.220
Ventas	2.115.276
Distribución	423.055
Depreciación	273.738
	4.504.289
Utilidad Operativa	1.415.813
Egresos financieros	658.079
Otros ingresos	-
Utilidad Neta	757.734
	5%

CAPACO

Balance General	2012
Activo	
Efectivo	576.392
Efectos y Cuentas por Cobrar	2.073.805
Inventario Materia Prima	2.576.919
Inventario Producto terminado	1.717.946
Gastos pagados por anticipado	1.680.789
Propiedad Planta y equipo	2.476.193
Otros activos	352.087
Total Activo	11.454.131
Pasivo	
Pasivos Bancarios por pagar	2.967.623
Efectos y Cuentas por Pagar	3.670.624
Provisión Prestaciones	931.556
Cuenta por pagar accionistas	1.585.418
Patrimonio	
Acciones Preferentes	-
Acciones Comunes	600.000
Reserva legal	18.739
Superavit acumulado	1.680.172
Total Pasivo y Patrimonio	11.454.132

ANEXO 04

ESTADOS FINANCIEROS INVEPAL

INVEPAL

Estado de Resultado	2012	2011
Ingreso por ventas	5.983.730	4.030.443
Descuento y devoluciones	292.021	149.610
Ingreso netos	5.691.709	3.880.833
<u>Costo de venta</u>		
Variable	1.811.215	998.109
Fijo	2.233.489	1.924.991
Total costo	4.044.704	2.923.100
Utilidad Bruta	1.647.005	957.733
<u>Gastos Operacionales</u>		
Administración	427.440	352.414
Ventas	282.338	195.348
Distribución	306.090	239.893
Depreciación	24.936	39.504
	1.040.804	827.159
Utilidad Operativa	606.201	130.574
Egresos financieros	45.015	59.755
Otros ingresos	95.751	61.021
Utilidad Neta	656.937	131.840
	12%	3%

INVEPAL

Balance General	2012	2011
Activo		
Efectivo	954.131	555.867
Efectos y Cuentas por Cobrar	1.617.259	1.576.002
Inventario Materia Prima	939.663	513.364
Inventario Producto terminado	234.916	128.341
Gastos pagados por anticipado	67.742	46.330
Propiedad Planta y equipo	100.216	125.494
Otros activos	1.200	360
Total Activo	3.915.127	2.945.758
Pasivo		
Pasivos Bancarios por pagar	-	-
Efectos y Cuentas por Pagar	317.025	172.954
Provisión Prestaciones	682.343	513.982
Cuenta por pagar accionistas	1.129.802	1.129.802
Patrimonio		
Acciones Preferentes	-	-
Acciones Comunes	1.760.000	1.760.000
Reserva legal	45.400	12.553
Superavit acumulado	- 19.443 -	643.533
Total Pasivo y Patrimonio	3.915.127	2.945.758