



UNIVERSIDAD DE CARABOBO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS
MENCIÓN FINANZAS
CAMPUS LA MORITA



LA POLÍTICA DE PAGO DE DIVIDENDOS Y EL PRECIO DE COTIZACIÓN
DE LAS ACCIONES CON BASE AL INDICE BURSÁTIL CARACAS
DEL SECTOR PAPELERO
CASO ESTUDIO: MANUFACTURAS DE PAPEL, C.A. (MANPA) S.A.C.A.

Autor:
Aguilar, Yoel

La Morita, Julio de 2015



UNIVERSIDAD DE CARABOBO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS
MENCIÓN FINANZAS
CAMPUS LA MORITA



LA POLÍTICA DE PAGO DE DIVIDENDOS Y EL PRECIO DE COTIZACIÓN
DE LAS ACCIONES CON BASE AL INDICE BURSÁTIL CARACAS
DEL SECTOR PAPELERO
CASO ESTUDIO: MANUFACTURAS DE PAPEL, C.A. (MANPA) S.A.C.A.

Autor:
Aguilar, Yoel

Trabajo de Grado presentado para optar al título de
Magister en Administración Mención Finanzas

La Morita, Julio de 2015



UNIVERSIDAD DE CARABOBO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES
DIRECCIÓN DE ESTUDIOS SUPERIORES PARA
GRADUADOS-SECCIÓN DE GRADO



VEREDICTO

Nosotros, Miembros del Jurado designado para la evaluación del Trabajo de Grado Titulado:

“LA POLÍTICA DE PAGO DE DIVIDENDOS Y EL PRECIO DE COTIZACIÓN DE LAS ACCIONES CON BASE DE ÍNDICE BURSÁTIL CARACAS DEL SECTOR PAPELERO. CASO ESTUDIO: MANUFACTURAS DE PAPEL C.A. (MANPA) S.A.C.A.”

Presentado por el (la) ciudadana(o): **Yoel A. Aguilar C. C.I. 7.255.987**, para optar al Título de **MAGISTER EN ADMINISTRACIÓN DE EMPRESAS MENCIÓN FINANZAS**, estimamos que el mismo reúne los requisitos para ser considerado como Aprobado.

Presidente: *María E. Méndez* C.I.: 7262367 Firma:

Miembro: *Adriana Lugo* C.I.: 7.271.933 Firma:

Miembro: *Consuelo Carrera* C.I.: 4613674 Firma:

Maracay, 23 de Junio del 2015

.....FACES en Constante Innovación

UNIVERSIDAD DE CARABOBO/DIRECCIÓN DE POSTGRADO

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

DEDICATORIA

A mi madre Romelia, eres ejemplo de vida, lucha y optimismo, te amo.

A mi querida familia, por su apoyo y amor incondicional y en especial, a mis amados sobrinos.

Al profesor José Martín Zafra, compañero de estudios y de trabajo, y sobre todo mi gran amigo. Vives en nuestros pensamientos, este logro también es tuyo.

A todas las personas que cada día se esfuerzan en seguir aprendiendo, venciendo obstáculos y poniendo el corazón en lo que hacen.

AGRADECIMIENTO

A Dios Todopoderoso, fuente de amor, fe y fortaleza.

A mis apreciadas profesoras Hilda Briceño y Jenny Olivares, gracias por su gran apoyo y colaboración.

**LA POLÍTICA DE PAGO DE DIVIDENDOS Y EL PRECIO DE COTIZACIÓN
DE LAS ACCIONES CON BASE AL ÍNDICE BURSÁTIL CARACAS
DEL SECTOR PAPELERO
CASO ESTUDIO: MANUFACTURAS DE PAPEL, C.A. (MANPA) S.A.C.A.**

AUTOR: Aguilar, Yoel

TUTOR: José E. Duarte

FECHA: Julio, 2015

RESUMEN

La presente investigación tuvo como objetivo fundamental analizar la política de pago de dividendos y su efecto en el precio de cotización de las acciones con base al índice bursátil Caracas en Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A., a fin de contribuir a la elaboración de políticas óptimas de pago de dividendos basadas en el equilibrio del reparto de utilidades y los planes de inversión que se requieren para garantizar su estabilidad y crecimiento en el sector papelerero. Teóricamente la investigación se orientó por las teorías de relevancia e irrelevancia de los dividendos, valor informativo y el efecto clientela. Esta investigación fue evaluativa y se apoyó en un diseño de campo. La población y muestra de tipo censal estuvo conformada por diez (10) personas que laboran en el área financiera y que poseen el conocimiento necesario con respecto al tema estudiado. Las técnicas de recolección de datos fueron: la observación directa no participante y la encuesta y sus instrumentos, la guía de observación y el cuestionario, respectivamente. La presentación de los resultados se realizó por medio de tablas y gráficos de barras con la finalidad de facilitar su análisis e interpretación. Se concluyó que Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A., cumple con su política de dividendos, transmitiendo una señal positiva a sus inversionistas a través de un reparto de utilidades constante, lo que genera un impacto positivo en el mercado, y esta la razón por la cual el precio de acciones no presenta variaciones importantes cuando se pagan dividendos.

Palabras Clave: Dividendos, Precios de las Acciones, Índice Bursátil

**THE DIVIDEND PAYMENT POLICY AND THE TRADING PRICE OF SHARES
BASED ON THE CARACAS STOCK INDEX
OF THE PAPER INDUSTRY
CASE STUDY: MANUFACTURAS DE PAPEL, C.A. (MANPA) S.A.C.A.**

AUTHOR: Aguilar, Yoel
TUTOR: José E. Duarte
DATE: July, 2015

SUMMARY

The essential purpose of this research was to analyze the dividend policy and its effect on the trading price of the shares based on the stock index on Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A., to contribute to the development of optimal dividend policies based on the balance of the profit sharing and investment plans that are required to ensure stability and growth in the paper industry. Theoretically the research was guided by the theories of relevance and irrelevance of dividends, informative and clientele effect. This evaluative research was supported by a design field. The population and sample consisted of ten (10) people working in the financial area who have the necessary knowledge on the subject studied. The data collection techniques were: direct non-participant observation and the survey, and its instruments, the observation guide and questionnaire, respectively. The presentation of the results was performed by means of tables and bar graphs in order to facilitate the analysis and interpretation. It was concluded that Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A., meets its dividend policy, conveying a positive signal to investors through a constant sharing of profits, generating a positive impact on the market, and it is the reason why the price of shares does not have significant variations when dividends are paid. Key words: dividends, share prices, stock index

ÍNDICE GENERAL

	Pág.
Dedicatoria	iv
Agradecimiento	v
Resumen	vi y vii
Índice de Cuadros	ix
Índice de Tablas	x
Índice de Gráficos	xii
Índice de Anexos	xiv
Introducción	xv
CAPÍTULO I	
EL PROBLEMA	
Planteamiento del Problema	17
Objetivos de la Investigación	24
Justificación	25
CAPÍTULO II	
MARCO TEÓRICO REFERENCIAL	
Antecedentes	28
Bases Teóricas	32
Definición de Términos Básicos	49
CAPÍTULO III	
MARCO METODOLÓGICO	
Tipo y Diseño de la Investigación	52
Población y Muestra	54
Técnicas e Instrumentos de Recolección de Datos	55
CAPÍTULO IV	
ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE LOS RESULTADOS	62
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	92
LISTA DE REFERENCIAS	95

ÍNDICE DE CUADROS

CUADRO No.	Pág.
1. Información legal y general de MANPA	62
2. Política de dividendo de MANPA	63
3. Anuncios pagos de dividendo de MANPA	64
4. Pago de dividendo 2011 y precios de cierre de acción de MANPA	87
5. Pago de dividendo 2012 y precios de cierre de acción de MANPA	88
6. Pago de dividendo 2013 y precios de cierre de acción de MANPA	89
7. Pago de dividendo 2014 y precios de cierre de acción de MANPA	90

ÍNDICE DE TABLAS

TABLA No.	Pág.
1. La política de dividendos	65
2. Procedimiento de política de pago de dividendos	66
3. Frecuencia de pago de dividendos	67
4. Requisitos legales para el pago de dividendos	68
5. Disponibilidad de efectivo y el pago de dividendos	69
6. Financiamiento externo y pago de dividendos	70
7. Porcentaje de pago de dividendos	71
8. Compra de acciones y ganancias de capital	72
9. Preferencia de dividendos en acciones	73
10. Presión de las acciones y cobro de dividendos	74
11. Pago de dividendos como señal de información	75
12. Oportunidades de inversión y pago de dividendos	76
13. Precio de cotización de las acciones y las utilidades	77
14. Pago de dividendos y el precio de las acciones	79
15. Percepción de riesgo y el precio de las acciones	80
16. Valor informativo de los dividendos	81
17. Gravamen del 34 por ciento de los dividendos	82
18. Cumplimiento Ley de Mercado de Valores	83
19. Normativas legales y el pago de dividendos	84

ÍNDICE DE TABLAS

TABLA No.	Pág.
20. Nuevos inversionistas y el pago de dividendos	85

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO No.	Pág.
1. La política de dividendos	65
2. Procedimiento de política de pago de dividendos	66
3. Frecuencia de pago de dividendos	67
4. Requisitos legales para el pago de dividendos	68
5. Disponibilidad de efectivo y el pago de dividendos	70
6. Financiamiento externo y pago de dividendos	71
7. Porcentaje de pago de dividendos	72
8. Compra de acciones y ganancias de capital	73
9. Preferencia de dividendos en acciones	74
10. Presión de las acciones y cobro de dividendos	75
11. Pago de dividendos como señal de información	76
12. Oportunidades de inversión y pago de dividendos	77
13. Precio de cotización de las acciones y las utilidades	78
14. Pago de dividendos y el precio de las acciones	79
15. Percepción de riesgo y el precio de las acciones	80
16. Valor informativo de los dividendos	81
17. Gravamen del 34 por ciento de los dividendos	82
18. Cumplimiento Ley de Mercado de Valores	83

ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO No.	Pág.
19. Normativas legales y el pago de dividendos	84
20. Nuevos inversionistas y el pago de dividendos	85

ÍNDICE DE ANEXOS

ANEXO No.	Pág.
1. Instrumento de Recolección de Datos El Cuestionario	99
2. Instrumento de Recolección de Datos La Guía de Observación	104
3. Validación de los Expertos	107
4. Confiabilidad del Instrumento	111

INTRODUCCIÓN

La política de dividendos es un plan que elaboran las empresas con la finalidad de cumplir con los compromisos adquiridos con sus accionistas, dicho plan se basa en decisiones de carácter financiero concerniente al destino de las ganancias obtenidas, ya sean que se paguen como dividendos o que se retengan para ser reinvertidas en el negocio.

Esta política debe estar orientada a la búsqueda de un equilibrio entre la distribución de las ganancias retenidas y el crecimiento futuro de la empresa, por medio de la ejecución de planes de inversión que maximicen el precio de sus acciones en el tiempo.

Ahora bien, resulta interesante el estudio de los posibles efectos que puede originar la política de pago de dividendos en el precio de las acciones, y sobre todo en las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores, tal es el caso, de Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A., que oferta sus acciones en el mercado de valores, ya que todavía en los tiempos actuales, siguen existiendo posiciones encontradas con respecto a estos efectos, cuyas teorías sostienen, por un lado, que el valor de una empresa no depende de su política de pago de dividendos sino de su capacidad para generar riqueza y por el otro, que este valor se puede incrementar si existe una alta frecuencia de pago de dividendos, ya que éstos son menos riesgosos que futuras ganancias de capital.

Como estructura del cuerpo del presente estudio, el mismo se ordenó de acuerdo a lo siguiente:

En el Capítulo I, se presentó El Problema, el cual incluyó el planteamiento y formulación del problema, así como los objetivos, tanto el general como los específicos de la presente investigación.

El Capítulo II, el Marco Teórico Referencial, en él se detallaron los antecedentes, las diferentes teorías y las bases legales que sirvieron de soporte al estudio realizado.

En el Capítulo III, el Marco Metodológico que explicó el tipo y diseño de la investigación dentro del cual se enmarcó el presente trabajo. Asimismo, se definió la población y la muestra, así como las técnicas e instrumentos de recolección y el análisis de los datos que se requirieron para alcanzar los objetivos planteados en la investigación.

En el Capítulo IV, se presentó el Análisis e Interpretación de los Datos.

Finalmente, se incluyeron las conclusiones y recomendaciones, así como, la lista de Referencias Bibliográficas que sirvieron de base para la presente investigación.

CAPÍTULO I EL PROBLEMA

Planteamiento del Problema

En los tiempos actuales resulta imperativo para las empresas mantener su participación en el mercado, ser competitivas, hoy más que nunca, constituye un gran reto, ya que no sólo deben ser capaces de administrar adecuadamente sus recursos para alcanzar costos razonables, sino que la rentabilidad obtenida debe satisfacer tanto las necesidades del negocio como también las expectativas que tienen sus accionistas con respecto a la inversión realizada.

La empresa a través de una gestión financiera eficiente debe cumplir con las actividades de inversión y de financiamiento, asimismo, necesita contar con un plan de acción para determinar la frecuencia y monto del reparto de utilidades, este plan se denomina política de dividendos.

Dentro de este marco, este plan es necesario porque las empresas no tienen toda la libertad para pagar los dividendos que los accionistas esperan y que muchas veces exigen, ante esta situación, los directivos financieros deben fijar estrategias que estén orientadas a la satisfacción de las necesidades de la empresa como un ente independiente y las de sus dueños o accionistas.

Sin embargo, estas estrategias se ven afectadas por la presión constante de los inversionistas por cobrar un monto cada vez mayor por concepto de dividendos, es comprensible, que exista una expectativa natural por percibir un rendimiento por acción y que éste supere al que se pudiese obtener en

cualquier institución bancaria.

En este sentido, las políticas de dividendos son planes diseñados por las empresas para determinar la forma y el monto de la distribución de la utilidades, adicionalmente, estos planes también contemplan que porción o parte de las utilidades serán reinvertidas para la adquisición de activos que generen una mayor rentabilidad en el futuro.

Ahora bien, cuando las empresas cotizan en el mercado de valores, estas políticas de pagos de dividendos adquieren una mayor importancia para los directivos financieros ya que deben buscar los recursos para mantener y ejecutar de manera constante el reparto de utilidades a los accionistas. Estas empresas están conscientes del valor informativo de los dividendos y de las expectativas que éstos generan en los inversionistas, un pago constante de dividendos transmite una señal positiva al mercado del buen desempeño financiero de la empresa y por el contrario, el no pagar dividendos con la frecuencia y cuantía esperada puede ser percibido como una señal negativa de que la empresa no es rentable.

En lo relativo a la política de dividendos de las empresas pertenecientes al sector papelerero del Estado Aragua cuyas acciones cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas, tal es el caso, de Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A., compañía dedicada a la producción, conversión y venta del papel para uso industrial, comercial, doméstico, escolar y de oficina, ubicada en Maracay, se puede evidenciar un pago constante de dividendos; por ejemplo: para el período 2011 al 2014, MANPA, publicó avisos de reparto de utilidades en dos de los principales periódicos de circulación nacional de Venezuela, como los son El Universal y El Nacional, mediante los cuales informó el decreto y pago de los siguientes dividendos a valores históricos:

año 2011 (Bs. 114.705.000,00), año 2012 (Bs. 139.940.100,00), año 2013 (Bs. 68.823.000,00) y en el año 2014 (Bs. 68.823.000,00).

A pesar de una disminución significativa de pago de dividendos a partir del año 2013, aproximadamente una reducción del 51 por ciento con respecto al año 2012, MANPA, sigue cumpliendo con su política de reparto de utilidades, en un entorno económico impactado por la acción de un proyecto político que atenta contra la propiedad privada y que obstaculiza abiertamente la iniciativa, estabilidad y desarrollo del sector empresarial venezolano. En estas circunstancias, se genera una gran incertidumbre y aumenta la expectativa por parte de los accionistas por un mayor cobro de dividendos.

Esta expectativa aumenta cada vez más por los diferentes decretos de expropiación que amenazan a las pocas empresas claves y de gran importancia que sobreviven en Venezuela, que no sólo deben enfrentarse a una gran presión tributaria, sino a las políticas económicas llevadas a cabo por el Gobierno Nacional en materia de controles de precios, inflación y en especial, en materia cambiaria, que han obstaculizado la obtención de divisas para la compra de materia prima y en general, de bienes y servicios necesarios para producir y poder satisfacer la demanda de la población, situación que ha originado una severa escasez de productos de primera necesidad en Venezuela.

La restricción para el acceso de divisas ha generado una disminución significativa de la producción de bienes, actualmente, el Gobierno Nacional contempla tres (3) tipos de cambio para que las empresas puedan adquirir dólares: 1) una tasa fija de Bs. 6,30 por dólar, para aquellos sectores considerados prioritarios para la economía, 2) una tasa Sicad (Sistema

Complementario de Administración de Divisas) de Bs. 12,00, para ciertas áreas estratégicas, resultante de un esquema de subasta y 3) una tasa Simadi (Sistema Marginal de Divisas) con una libre fluctuación de oferta y demanda de dólares a través de las instituciones bancarias y casas de bolsas, con una cotización actual aproximada para finales de la primera semana del mes de julio de 2015 de Bs. 197,23 por dólar.

Con el esquema antes indicado son muchas las empresas del sector privado que no pueden acceder las tasas de 6,30 Bs. /US\$ y de 12 Bs./ US\$, ya que el nuevo organismo encargado de la administración de divisas, el Centro Nacional de Comercio Exterior (CENCOEX), anteriormente la Comisión Nacional de Divisas (CADIVI), no está agilizando el otorgamiento de los dólares necesarios para cubrir la demanda actual de moneda extranjera; por otro lado, el otro mecanismo disponible, es adquirir dólares a una tasa libre de mercado, que por ser tan elevada, implicaría altos costos de adquisición de inventarios para las empresas.

En el caso específico de Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A., depende de la aprobación de dólares a una tasa de 6,30 Bs. /US\$ para la adquisición de materias primas e insumos importados, en especial, de la pulpa (fibra corta y fibra larga) que es necesaria para la elaboración de las bobinas de papel y sus diferentes derivados, como consecuencia del retardo en el otorgamiento de las divisas, MANPA, se ha visto obligada a efectuar cambios en sus niveles de producción, al punto que para mediados del año 2014 no disponía de materia prima en sus almacenes para fabricar sus productos, esta situación repite para finales de este mismo año y aún persiste ya finalizando el primer trimestre del año 2015, la limitada materia prima que se adquiere se consume rápidamente y los productos elaborados no logran satisfacer la gran demanda de los consumidores, ante esta crítica y

preocupante situación se le suma el hecho de que MANPA elabora productos cuyo precio es regulado por el Gobierno Nacional y adicionalmente está sujeta a la Ley Orgánica de Precios Justos de fecha 23 de enero de 2014 que entre otras normas regula el estudio de los costos y la determinación de los márgenes de ganancia razonables para determinar los precios de bienes y servicios, adicionalmente, es sujeta a constantes fiscalizaciones con la finalidad de justificar sus inventarios y sus niveles de producción.

Ante todo este clima político y de inestabilidad económica que afecta actualmente a Venezuela, MANPA y en general todas las empresas privadas deben responder a lo siguiente: ¿Cómo mantenerse actualmente en el mercado? y ¿Cómo obtener los márgenes de rentabilidad razonables para poder pagar los dividendos a los accionistas?

Lo antes expuesto constituye un gran reto para los directivos y dueños de MANPA, ya que deben ser proactivos ante un entorno económico cada vez más hostil, no sólo para satisfacer las expectativas de sus accionistas en cuanto al pago de dividendos, sino mantener el ritmo normal de las operaciones del negocio.

En este sentido, es importante que la alta gerencia analice y determine el momento más adecuado para el pago de dividendos y consideren si este tipo de decisiones financieras pueden o no afectar el precio de cotización de las acciones de la empresa, tomando en cuenta lo siguiente: 1) que el dividendo sea percibido por los accionistas como una señal de estabilidad y rentabilidad financiera del negocio y 2) si la empresa sólo se enfoca al reparto de utilidades y no invierte en recursos de capital, puede arriesgar en el mediano y largo sus planes de crecimiento y participación de mercado.

Ante esta problemática sería conveniente que las empresas elaboren políticas óptimas de pagos de dividendos que consisten en un equilibrio que busque satisfacer las necesidades de inversión del negocio y que cubra las expectativas que tienen los accionistas por el capital invertido.

Sin lugar a dudas, que cualquier política óptima de pago de dividendos va a depender de las necesidades y objetivos financieros de la organización, sin embargo, para las finanzas modernas, sigue siendo tema de controversia si el pago de dividendos genera un efecto en el precio de las acciones.

Sobre este planteamiento existen diversas posiciones financieras contrapuestas, ciertas teorías sostienen que en la medida que una empresa aumenta el reparto de utilidades a sus accionistas o pago de dividendos se genera un aumento en el valor de las acciones ya que los inversionistas las prefieren por considerarlas más rentables.

Otra posición sostiene, que por el contrario si una empresa paga más dividendos y sólo se centra en el reparto a corto plazo de las utilidades puede descuidar sus actividades de inversión y poner en peligro el crecimiento y la rentabilidad del negocio, lo que trae como consecuencia, que el valor de la empresa disminuya creando un efecto negativo en sus futuros accionistas.

Brealey y Myers (1996) opinan lo siguiente:

Una de las características más atractivas de la economía es que en ella siempre tienen cabida no sólo dos, sino tres puntos de vista contrapuestos. Y esto es lo que ocurre con la controversia respecto a la política de dividendos. A la derecha, hay un grupo conservador que cree que un aumento en el pago de dividendos

aumenta el valor de la empresa. A la izquierda hay un grupo radical que cree que un aumento en el pago de dividendos reduce el valor. Y en el centro hay un grupo a medio camino que afirma que la política de dividendos es irrelevante. (p. 452).

Con respecto a lo antes citado, se entiende que por la diversidad de opiniones sobre este tema, no existe una posición concluyente que explique desde un sólo punto de vista si en realidad existe un efecto o conexión entre el pago de dividendos y el precio de cotización de las acciones de las empresas.

En el caso de MANPA, es evidente que la política de pago de dividendos se ha combinado con los planes de inversión necesarios para asegurar la estabilidad y crecimiento del negocio, su posición financiera le ha permitido un pago constante de beneficios. Esta organización está consciente del valor informativo de los dividendos como un instrumento que refleja la salud financiera del negocio y la confianza que este tipo de beneficio genera en sus inversionistas. En la actualidad, le concede gran importancia y prioridad al pago de dividendos ya que por la situación política y económica del país los accionistas esperan cobrar la mayor cantidad de beneficios posibles.

Ahora bien, es importante considerar que si MANPA sólo se enfoca en el incremento sostenido de pago de dividendos y no invierte sus recursos en planes de inversión que le permitan ampliar y diversificar su producción, puede exponerse a una pérdida de participación de mercado que atentaría la rentabilidad de su negocio y por ende disminuiría el valor de sus acciones. Es importante tener en cuenta, que a pesar de la situación política y económica actual del país, existe una competencia tanto nacional como del exterior que puede aprovechar cualquier área de oportunidad para ganar

presencia en el mercado papelerero venezolano a través de la oferta de nuevos productos y precios más atractivos para los consumidores.

Ante esta posible situación, sería conveniente que MANPA revise sus planes estratégicos, con una adecuada participación de todos miembros, a fin de reorientar el uso de sus recursos financieros que no sólo contemplen el pago de dividendos sino la reinversión de utilidades en áreas claves para aumentar y diversificar la producción de papel en todas sus presentaciones.

Con base a todo lo antes indicado, el autor de la presente investigación se plantea las siguientes interrogantes:

¿Cuál es la política para el pago de dividendos en las empresas del sector papelerero del Estado Aragua que cotizan sus acciones en la Bolsa de Valores de Caracas?

¿Cuáles son los factores que afectan la política de pago dividendos en las empresas del sector papelerero del Estado Aragua que cotizan sus acciones en la Bolsa de Valores de Caracas?

¿Cuál es precio de cotización de las acciones en las empresas del sector papelerero del Estado Aragua con base al Índice Bursátil Caracas?

¿Cuál es el efecto de la política de dividendos en el precio de cotización de las acciones en las empresas del sector papelerero del Estado Aragua con base al Índice Bursátil Caracas?

Objetivos de la Investigación

Objetivo General

Analizar la política de pago de dividendos y su efecto en el precio de cotización de las acciones con base al Índice Bursátil Caracas en Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A.

Objetivos Específicos

Identificar la política de pago de dividendos en Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A.

Describir los factores que afectan la política de pago de dividendos en Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A.

Examinar el precio de cotización de las acciones en las empresas del sector paplero del Estado Aragua con base al Índice Bursátil Caracas.

Conocer el efecto de la política pago de dividendos en el precio de cotización de las acciones con base al Índice Bursátil en Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A.

Justificación de la Investigación

El precio de cotización de las acciones de las empresas puede verse afectado por muchas razones, desde un punto de vista interno, las organizaciones deben tomar decisiones constantemente en materia de inversión, financiamiento y reparto de utilidades.

Desde la óptica externa, este precio de cotización también es impactado, entre otros, por las percepciones y preferencias de los inversionistas, la competencia, la crisis económica, la globalización, acciones

gubernamentales, marcos regulatorios en materia económica y tributaria, en fin, la empresa no está exenta a la influencia y acciones de estos factores que la afectan directa o indirectamente.

En tal sentido, al analizar el efecto de la política de pago de dividendos en el precio de las acciones de las empresas pertenecientes al sector papelerero que cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas, se pretende resaltar la importancia de dar a conocer que cualquier política de pago de dividendos que se diseñe no puede estar sustentada únicamente en decisiones de carácter interno, también es necesario considerar, en los análisis efectuados el impacto que puede generar el pago de dividendos en el valor de cotización de sus acciones.

Asimismo, se pretende crear conciencia en la gerencia financiera de Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A., de que el pago de dividendos no sólo debe satisfacer las necesidades o expectativas de sus accionistas, sino que debe ser utilizado como una estrategia de negocio. Con la presente investigación se proporciona información financiera que puede ser utilizada para la elaboración y revisión de políticas de pagos de dividendos más acordes con la realidad actual del negocio papelerero en Venezuela.

Al maximizar o aumentar el valor futuro de la empresa, los gerentes financieros no solo podrán cumplir con sus objetivos propuestos sino que están asegurando la estabilidad y permanencia de una organización que como MANPA, fundada en la década de los años cincuenta, que actualmente garantiza empleos directos aproximadamente para dos mil trabajadores en la ciudad de Maracay Estado Aragua.

Se espera que el conocimiento obtenido con la presente investigación pueda ser utilizado como referencia para futuras investigaciones, ya que existen opiniones contrapuestas con respecto al tema analizado, vale decir, al análisis de la política de dividendo y su efecto en el precio de cotización de las acciones de las empresas del sector paplero del Estado Aragua.

Delimitación de la Investigación

Por las restricciones existentes para analizar todos los factores que pueden afectar el precio de cotización de las acciones de las empresas, el autor del presente trabajo de investigación va a limitar su estudio sólo al análisis de la política de pago de dividendos y su efecto en el precio de cotización de las acciones de las empresas del sector paplero del Estado Aragua que cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas y que se dedican a la producción y venta de papel.

En tal sentido, la única compañía del sector paplero que cotiza en la Bolsa de Valores de Caracas y que se dedica la producción y venta de papel en todas sus presentaciones es Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A., ubicada en la Avenida Aragua con Calle Mariño en Maracay Estado Aragua.

CAPÍTULO II MARCO TEÓRICO REFERENCIAL

El marco teórico constituye la base sobre las cuales se sustenta la investigación, una vez que se ha formulado y delimitado el problema, se han definido los objetivos generales y específicos y se ha justificado el tema de estudio.

Acerca del marco teórico, Méndez (2005) afirma:

El marco teórico está estrechamente determinado por las características y necesidades de la investigación. Lo constituye la presentación de postulados según autores e investigadores que hacen referencia al problema investigado y que permiten una visión completa de las formulaciones teóricas sobre las cuales ha de fundamentarse el conocimiento científico propuesto en las fases de la observación, descripción y explicación. (p. 111).

En este sentido, el marco teórico proporciona la guía o la orientación que se requiere para darle sentido a la investigación, basado en el análisis de teorías, conceptos, bases legales y antecedentes del tema de estudio.

A continuación se presenta el marco teórico que sustenta y permite la comprensión del presente estudio.

Antecedentes de la Investigación

García (2012), desarrolló una investigación titulada: **“El contenido informativo de los anuncios de dividendos y la reacción del precio de las acciones: Perú 2001-2010”**, Universidad Nacional Mayor de San

Marcos, Lima - Perú, para obtener el grado de Magíster en Contabilidad con mención en Banca y Finanzas. El propósito de esa investigación fue comprobar si se cumple la hipótesis del contenido informativo de los dividendos en la realidad financiera peruana, el estudio se aplicó a 220 anuncios de dividendos (141 incrementos, 69 reducciones y 10 sin cambio) hechos públicos por las empresas más representativas de la Bolsa de Valores de Lima durante el periodo 2001-2010.

En este estudio se abordó el valor informativo de los dividendos y que para poder confirmar esta teoría, se tiene que probar que los precios de las acciones reaccionan en la misma dirección que el dividendo anunciado.

Los resultados obtenidos de esa investigación, evidenciaron, que en la mayoría de los casos los precios de las acciones reaccionan en sentido opuesto a lo que dice la teoría, asimismo, que la mayoría de los anuncios de incremento están relacionados con entornos favorables, lo contrario, sucede con los anuncios de reducción, y por último, que las pruebas de hipótesis al 95% de confianza confirmaron lo observado en el análisis individual, vale decir, que no existen evidencias significativas para afirmar que los precios de las acciones reaccionan en el mismo sentido que el dividendo anunciado.

El estudio antes mencionado servirá como orientación para el presente trabajo de investigación en lo referente al conocimiento y aplicación del valor informativo de los dividendos en el precio de cotización de las acciones.

Por su parte, Ortiz (2013), desarrolló una investigación titulada: **“Valoración de la Bolsa Mercantil de Colombia S.A.”**, Universidad EAFI Bogotá - Colombia, para obtener el grado de Magíster en Administración Financiera.

El propósito de ese estudio fue realizar una valoración de BMC Bolsa Mercantil de Colombia S.A., con el objetivo de determinar su valor razonable, a través del método de flujo de caja libre descontado, este investigador partió de un diagnóstico de la situación financiera de BMC Bolsa Mercantil de Colombia S.A. y del análisis de su información pública ya que esta compañía cotiza en la Bolsa de Valores de Colombia.

Los resultados obtenidos bajo supuestos generales y las variaciones aplicadas bajo el análisis de sensibilidad para dos variables permitieron concluir, que el valor de la Bolsa Mercantil de Colombia se encuentra en un rango entre \$60 mil y \$76 mil millones, valores sujetos a las decisiones adoptadas en su momento, según la situación e intereses que la compañía desee perseguir.

El estudio antes mencionado servirá como orientación para el presente trabajo de investigación, en lo referente al análisis de la información financiera de compañías que cotizan en la bolsa de valores.

Neira (2013), desarrolló una investigación titulada: **“Efecto de las restricciones financieras en las decisiones de financiamiento e inversión: el caso de Chile”**, Pontificia Universidad Católica de Chile, Santiago – Chile, para obtener el grado de Magíster en Economía. El propósito de esa investigación fue estudiar los efectos de las restricciones financieras en las decisiones de financiamiento e inversión de las empresas. La teoría plantea que la inversión de las firmas restringidas es más sensible a los movimientos en el componente no fundamental del precio de las acciones y que, además, este componente también tendría un mayor impacto en la emisión de acciones de este tipo de firmas. Para el análisis se utilizó un panel de firmas chilenas con datos trimestrales entre los años 1997

y 2012.

En este estudio se efectuaron varias regresiones para testear las dos hipótesis en el caso general y, posteriormente, se examinó qué ocurrió con ellas en período de crisis. Los resultados obtenidos de esa investigación muestran que en Chile en general la teoría no se cumple y el modelo puede no ser compatible con el caso chileno debido a las diferencias existentes en el contexto de los países, por ejemplo en el nivel de desarrollo del sector financiero o en el marco legal.

El estudio antes mencionado servirá como orientación para el presente trabajo de investigación, en lo referente al conocimiento de que las emisiones de acciones de las compañías en el mercado de valores pueden obedecer a una decisión de financiamiento de las empresas para llevar a cabo sus nuevas inversiones.

Cañizales (2014), desarrolló una investigación titulada: “**Agencias Reguladoras: Autonomía de la Superintendencia Nacional de Valores de Venezuela (2009-2011)**”. Universidad Simón Bolívar, Caracas – Venezuela, para obtener el grado de Doctora en Ciencia Política. La investigadora planteó que la Ley de Mercado de Valores de agosto de 2010 afectó la autonomía de la Superintendencia Nacional de Valores (SUNAVAL), este planteamiento se evaluó a través de un indicador que mide el grado de exposición a la politización y a la captura de la SUNAVAL, antes Comisión Nacional de Valores (CNV), durante el período 2009-2011.

En este estudio se abordó el impacto del riesgo de politización, que es la intervención del sector político; y el riesgo de la captura reguladora por la influencia del sector privado en las agencias reguladoras del sistema

financiero.

La investigadora concluyó que la autonomía de SUNAVAL se impactó con la reforma legal de 2010, mostrando un aumento del riesgo de politización y de captura, y además el indicador reflejó que el nivel de exposición del riesgo de politización es mayor que el riesgo de captura.

El estudio antes mencionado servirá como orientación para el presente trabajo de investigación en lo referente al conocimiento de las funciones y objetivos de la Superintendencia Nacional de Valores (SUNAVAL), en el mercado de valores en Venezuela y su impacto regulatorio en las empresas que cotizan acciones en la Bolsa de Valores de Caracas.

Bases Teóricas

Las bases teóricas constituyen el diseño del trabajo de investigación, sin ellas no se tiene certeza de cuáles elementos teóricos se deben considerar y cuáles deben descartarse en este proceso de estudio.

A continuación las bases teóricas que sirven de plataforma al presente estudio:

La Política de Pago de Dividendos

Según Besley y Brigham (2007: 586), una política de dividendos es: “la decisión de pagar las utilidades o de retenerlas para su reinversión en la empresa”.

En consecuencia, una política de dividendos debe ser elaborada tomando en consideración la relación que existe entre la distribución de las ganancias los accionistas, vale decir, el pago de dividendos y las utilidades no distribuidas que se van a reinvertir para el crecimiento futuro de la empresa.

De igual manera, Van Horne y Wachowicz (2003), destacan que:

Las empresas deben tratar de establecer una política de dividendos que maximice la riqueza de los accionistas. Casi todo el mundo concuerda en que si una compañía no tiene oportunidades de inversión bastante rentables, debería distribuir sus recursos extraordinarios entre sus accionistas. No tienen que pagar la porción precisa no utilizada de las utilidades cada período. En realidad, tal vez quieran estabilizar el monto absoluto de los dividendos pagados entre un período y otro. Pero, a la larga, las utilidades retenidas y los valores principales adicionales en los que se sustentará la base creciente de capital, corresponderá al monto de las nuevas oportunidades de inversión. (p. 497).

Es de vital importancia, que las empresas estén conscientes que cualquier decisión que adopten con respecto a una política de dividendos debe garantizar un equilibrio entre la maximización de los rendimientos que deben ser entregados a los propietarios y la maximización del precio de las acciones de las empresas.

Cualquier decisión en materia de pago de dividendos no sólo debe estar orientada al pago inmediato de utilidades, ya que no sólo se busca el rendimiento a corto plazo de la inversión de los accionistas, sino que también se debe garantizar la maximización de esta inversión en el futuro y esto, sólo se logra, si se utilizan las utilidades en actividades que agreguen valor al negocio, es decir, que se utilicen los recursos financieros en actividades de

inversión, tales como, la ampliación y diversificación de la producción, inversiones en activos fijos con alto nivel tecnológico y desarrollo de mercados de exportación.

El estudio de esta teoría aportará las herramientas necesarias para identificar la política de dividendos que aplica MANPA, ya que es importante determinar cuáles elementos se consideran para elaborar estos planes de pagos, tales como: la normativa legal vigente, actas constitutivas, expectativas de los accionistas y los planes de reinversión de utilidades.

Tipos de Pagos de Dividendos

Las empresas pagan dividendos en función de ciertos patrones o políticas, Besley y Brigham (2007), clasifican estas políticas de pago en:

- 1) La política de dividendos residuales, en la cual los dividendos se pagan a partir de las utilidades que quedan después de que el presupuesto de capital ha sido financiado;
- 2) la política de la razón constante de dividendos, mediante la cual un *porcentaje* constante de las utilidades se destina a ser pagado como dividendos,
- y 3) la política de dividendos regulares de poca cuantía más dividendos extras, según la cual la empresa paga un dividendo bajo y constante que pueda mantenerse aún durante años malos, y posteriormente paga un dividendo adicional en los años buenos. (p. 586).

De acuerdo con lo antes citado, una política residual de dividendos debe ser igual a las utilidades reales menos la cantidad de utilidades retenidas necesarias para financiar el presupuesto de capital óptimo de la empresa.

Asimismo, una política de razón constante consiste en la aplicación de un porcentaje a las utilidades del ejercicio económico de las empresas, este tipo

de política genera fluctuaciones en los pagos de dividendos de la misma forma como varían las utilidades de cada cierre económico.

Por último, una política de dividendos regulares se enfoca en pagar un dividendo regular bajo más un dividendo adicional al final del año en aquellos ejercicios económicos con ganancias disponibles para ser repartidas, esta política le permite a la empresa mayor libertad para llevar a cabo las actividades necesarias de inversión.

Para el autor de la presente investigación es necesario conocer el tipo de política de pago de dividendos que aplica MANPA, ya que dependiendo de cómo se determinan los beneficios a repartir y su frecuencia de pago, se generan expectativas en sus inversionistas, las cuales pueden afectar el precio de cotización de sus acciones.

Valor Informativo de los Dividendos

Con respecto al valor informativo del pago de dividendos, Brealey y Myers (1996) opinan lo siguiente:

Debido a que los dividendos anticipan las ganancias futuras, no es sorprendente encontrar que anuncios de disminución de los dividendos son tomados, normalmente, como malas noticias el precio de la acción habitualmente cae y los de incrementos, como buenas (el precio sube). (p. 451).

Partiendo de lo antes indicado, no se puede ignorar el valor o contenido informativo el pago de dividendos, ya que cualquier cambio con respecto a la política establecida va a ser percibido por los accionistas como una señal positiva o negativa sobre el futuro financiero de la empresa.

También es importante destacar, que el valor informativo que se le atribuye al pago de dividendos está sustentado en una teoría denominada Teoría de Contenido de Información que en opinión de Ehrhardt y Brigham (2007) consiste en:

Teoría según la cual para los inversionistas los cambios de dividendos son “señales” de pronósticos de la gerencia. Por tanto, cuando aumentan, indican que los directivos prevén un incremento de las utilidades futuras. Así pues, si el precio de las acciones crece con un aumento de los dividendos, la causa quizá no sea la preferencia de los dividendos, sino las expectativas de mayores utilidades en el futuro. Por el contrario, cuando disminuyen los dividendos, posiblemente los directivos están pronosticando una reducción de utilidad en el futuro. (p. 631).

En consecuencia, cualquier cambio que se efectúe en la política de dividendos establecida va a generar un efecto o expectativa en los inversionistas con respecto a los beneficios de la compañía, sus oportunidades de inversión y sus planes de financiación.

El estudio de esta teoría permitirá comprender que el pago de dividendos puede ser analizado como un canal que envía información concerniente a la estabilidad financiera de MANPA y más aún que puede ser utilizada como una estrategia de los directivos de esta organización para transmitir señales en el mercado de capitales. Un aumento o disminución del pago de dividendos puede obedecer a decisiones gerenciales que no están necesariamente condicionadas a la rentabilidad actual de las organizaciones, sino a los planes de crecimiento que se elaboran para un tiempo determinado.

El Efecto Clientela y el Pago de Dividendos

No se puede ignorar que ciertos inversionistas son fieles a determinadas políticas de dividendos, esta preferencia se conoce como Efecto Clientela que Besley y Brigham (2007) describen como:

También se ha demostrado que es muy posible que una empresa establezca una política particular de dividendos encaminada a atraer una clientela formada por aquellos inversionistas que sientan simpatía por la política de dividendos de la empresa. Por ejemplo, algunos accionistas, como las personas retiradas, prefieren disponer de un ingreso actual en lugar de ganancias de capital futuras, por lo que desean que la empresa pague como dividendos un porcentaje más alto de sus utilidades. Otros accionistas no tienen ninguna necesidad de disponer de los ingresos corrientes de sus inversiones, y, por lo tanto, prefieren una baja razón de pago de dividendos. (p. 568).

Es de gran importancia para las empresas el manejo de este tipo de situaciones ya que se pueden formular estrategias para aprovechar estas áreas de oportunidad presentes en el mercado y así poder alinearlas con un determinado tipo de inversionista; por ejemplo: hay etapas en las cuales a las empresas les conviene la reinversión de sus utilidades porque están enfocadas a actividades de crecimiento, para esta situación en particular, conviene la entrada de inversionistas que no estén interesados en el cobro inmediato de dividendos sino en el aumento futuro del valor de su inversión.

El estudio de esta teoría aportará el conocimiento necesario para entender que los inversionistas no tienen los mismos objetivos y expectativas cuando compran acciones de MANPA y en general, de cualquier compañía que cotice en la Bolsa de Valores de Caracas, ya que existen diversos intereses que los motiva y que no todos adquieren acciones porque

pretenden un cobro inmediato de dividendos, ya que hay otros, que por su lealtad y confianza, prefieren obtener ganancias futuras de capital.

Factores que afectan la Política de Pago de Dividendos

Para Avellaneda (1996), los factores que influyen en la política de dividendos de la compañía son:

1. Las preferencias de los inversionistas por dividendos en efectivo.
2. El contenido de la información sobre los anuncios de dividendos y formulación de las expectativas de los inversionistas.
3. La disponibilidad de oportunidades favorables de inversión.
4. Las restricciones legales sobre el pago de dividendos.
5. Los requisitos legales de publicación con respecto a la historia pasada de la empresa en cuanto a los pagos de dividendos.
6. La existencia de liquidez adecuada.
7. El mantenimiento de control por parte de los propietarios. (p. 278).

Es imperativo para la gerencia financiera comprender y tomar en cuenta que una política de pago de dividendos no se puede elaborar en forma aislada, ya que se requiere analizar los posibles efectos o influencia de ciertos factores, internos o externos, controlables o no controlables, que pueden impactar a la empresa en un momento determinado, tales como: liquidez para el pago de dividendos, decisiones de inversión y financiamiento, marcos regulatorios en materia legal y tributaria y las expectativas de los accionistas con respecto a sus inversiones.

El aporte de esta teoría es de gran trascendencia para el autor de la presente investigación, ya que es necesario considerar que el precio de

cotización de las acciones de MANPA se puede ver afectado por diferentes actores internos o externos, relacionados o no con su política de dividendos, de allí que es de gran importancia el conocimiento que posean sus directivos, adicional a la disponibilidad de recursos financieros, de todas las amenazas y oportunidades presentes en el entorno de esta organización.

Teorías de Relevancia e Irrelevancia de los Dividendos

Con respecto a la relación de la política de dividendos y el valor de mercado de las acciones de las empresas, Besley y Brigham (2007), se plantean la siguiente interrogante:

¿Cómo afectan las decisiones de política de dividendos el precio de las acciones de una empresa? Los investigadores han estudiado ampliamente esta cuestión durante muchos años, y aún no han llegado a conclusiones definitivas. Por una parte, existen quienes afirman que la política de dividendos es irrelevante, porque sostienen que el valor de la empresa debe determinarse por el poder básico de generación de utilidades y el riesgo de negocio de la misma, en cuyo caso el valor dependerá únicamente de los ingresos (efectivo) producidos, y no de la manera como se divida el ingreso entre dividendos y utilidades retenidas (es decir, el crecimiento). (p. 566).

La discusión acerca si la decisión de pago de dividendos afecta el valor de la empresa es lo que ha generado la formulación de teorías que representan puntos de vistas contrapuestos para explicar esta problemática, estas teorías se denominan Teorías de Relevancia e Irrelevancia de los Dividendos.

Con relación a la Teoría de Relevancia de los Dividendos, Gitman (2003), opina lo siguiente:

El argumento principal en apoyo a la teoría de relevancia de dividendos se atribuye a Myron J. Gordon y John Lintner, quienes sugieren que hay, en efecto, una relación directa entre la política de dividendos de una empresa y su valor de mercado. Fundamental para esta proposición es su argumento mas vale pájaro en mano que sugiere que los inversionistas consideran que los dividendos actuales son menos riesgosos que los dividendos o ganancias de capital futuros. “Mas vale pájaro en manos que cien volando”, Gordon y Lintner sostienen que los pagos de dividendos actuales reducen la incertidumbre del accionista, haciendo que los inversionistas descuenten las ganancias de las empresas a una tasa más baja. (p. 468).

La teoría que defiende la relevancia de los dividendos sostiene que el valor de una empresa se ve afectado por una política óptima de dividendos la cual aumentará el valor de mercado de sus acciones. Esta situación va a depender del valor informativo del dividendo y del efecto de clientela, así como la percepción de riesgo o incertidumbre si no se cobran rápidamente los dividendos, ya que el pago de dividendos puede ser visto como una señal positiva de que la empresa es sólida y sobre todo, rentable.

Por otra parte, Van Horne y Wachowicz (2003), explican la Teoría de Irrelevancia de los Dividendos considerando lo siguiente:

Modigliani y Miller (M y M) ofrecen el argumento más detallado sobre la irrelevancia de los dividendos. Estos autores aseguran que, al considerar las decisiones de inversión de las empresas la razón de pago de dividendos no es más que un detalle que no influye en la riqueza de los accionistas. Además sostienen que el valor de las compañías es determinado de manera

exclusiva por la capacidad de generación de utilidades de sus activos o su política de inversión y que la forma en que se dividen dichas utilidades entre dividendos y utilidades retenidas no afecta este valor. (p. 493).

En tal sentido, la teoría de irrelevancia de los dividendos sostiene que la riqueza de los accionistas no experimenta alteraciones si la empresa paga una gran proporción de sus ganancias o si la cantidad de dividendos pagados es pequeña o nula. El valor de la empresa va depender de la administración eficiente de sus activos y no por los efectos que se puedan generar por el valor informativo de los dividendos.

Al retener ganancias la empresa puede utilizar los fondos de efectivos para llevar a cabo actividades de inversión que le permiten crecer y expandirse en el mercado, lo que va repercutir en un incremento de su valor en el futuro.

Esta teoría aporta una valiosa información y explica las razones por las cuales hasta los tiempos actuales existe una gran controversia y posiciones encontradas con respecto a la relevancia e irrelevancia de los dividendos en el valor de mercado de las acciones de las empresas. El estudio de estas teorías financieras permitirá al autor de la presente investigación obtener una visión amplia de que el precio de cotización de las acciones de MANPA puede verse afectado tomando en cuenta lo siguiente: 1) por su política de pago de dividendos y 2) el valor de mercado de sus acciones no está condicionado al pago de dividendos sino a su capacidad para generar utilidades necesarias para maximizar el valor del negocio en el tiempo.

El Índice Bursátil Caracas

Garay, U. y González, M. (2006: 69) definen el Índice Bursátil Caracas como: “Es el índice empleado para seguir los precios de las acciones que se cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas. El cambio porcentual del índice indica cuando ha aumentado o disminuido durante un tiempo determinado”.

En otras palabras, el Índice Bursátil Caracas (IBC), no es más que un indicador que refleja la tendencia de la evolución de la cotización de las acciones en la Bolsa de Caracas.

Según la Superintendencia Nacional de Valores, antes Comisión Nacional de Valores, el Índice Bursátil Caracas (IBC) es “el promedio aritmético de la capitalización de cada uno de los 17 títulos de mayor capitalización y liquidez, negociados en el mercado accionario de la Bolsa de Valores de Caracas”.

Con base a lo antes citado, el Índice Bursátil Caracas (IBC), se caracteriza por ser un índice relevante, es decir, debe representar aquellos mercados o segmentos del mercado que son importantes para los inversionistas ya que suministra información de los rendimientos promedios del mercado de valores.

El Índice Bursátil Caracas (IBC) se calcula tomando en cuenta: 1) el precio de cierre de cada acción al finalizar la sesión de mercado en la Bolsa de Valores de Caracas, 2) el número de las acciones en circulación y 3) su capitalización bursátil (resultado de multiplicar el número de acciones en circulación por su último precio negociado para una fecha determinada).

Es importante destacar, que este índice varía por las modificaciones diarias en los precios o en la composición accionaria de las empresas que

conforman el mercado bursátil y se clasifica en índice general, índice financiero e índice industrial o no financiero.

Garay, U. y González, M. (2006) afirman lo siguiente:

El índice financiero incluye acciones de instituciones financieras pertenecientes a la banca comercial o universal, la banca hipotecaria, otras instituciones financieras, seguros y bienes raíces. El índice no financiero incluye acciones de empresas, pertenecientes a las industrias de alimentos procesados y de la manufactura, y acciones del sector servicios (electricidad, telecomunicaciones, gas natural, transporte, comercio y hoteles). (p. 69).

En el caso específico de MANPA, esta compañía ingresó en el mercado de capitales venezolano en el año 1995, actualmente, tiene 229.410.000 acciones en circulación, las cuales forman parte de los títulos más representativos del índice no financiero o Industrial (elaboración de papel) de la Bolsa de Valores de Caracas, estos títulos están identificados por símbolos y códigos, que para MANPA, son los siguientes: símbolo = MPA y código de inscripción No. VEV000011008.

El aporte de esta teoría es de gran importancia para la presente investigación, ya que MANPA cotiza sus acciones en la Bolsa de Valores de Caracas y al analizar el efecto que pueda tener su política de pago de dividendos en el precio de cotización de sus acciones, el índice que va a permitir conocer las variaciones de los precios de estas acciones es el Índice Bursátil Caracas.

Bases Legales

Las leyes venezolanas se aplican de manera jerárquica (Pirámide de Kelsen), primero, la Carta Magna y a partir de allí, en orden de importancia, las leyes orgánicas, las leyes ordinarias y los decretos presidenciales.

A continuación se indica como la normativa venezolana vigente promueve y/o regula el pago de dividendos, y constituye las bases legales de la presente investigación:

Constitución de la República Bolivariana de Venezuela. Gaceta Oficial Número 36.860. Caracas, 30 de Diciembre de 1999.

En el artículo 112 se establece los derechos de las personas para dedicarse libremente a la actividad económica de su preferencia, sin más limitaciones que las previstas en la Constitución de la República Bolivariana de Venezuela y las que establezcan las leyes, por razones de desarrollo humano, seguridad, sanidad, protección del ambiente u otras de interés social. El Estado promoverá la iniciativa privada, garantizando la creación y justa distribución de la riqueza, así como la producción de bienes y servicios que satisfagan las necesidades de la población, la libertad de trabajo, empresa, comercio, industria, sin perjuicio de su facultad para dictar medidas para planificar, racionalizar y regular la economía e impulsar el desarrollo integral del país.

Con el artículo antes mencionado se establece la base legal más importante de la presente investigación, ya que si no existiera libertad económica las personas no constituirían compañías (privadas) con fines de lucro y en consecuencia, no podrían generar utilidades ni repartir dividendos para sus dueños o accionistas.

Código de Comercio. Gaceta de la República de Venezuela Número 475 Extraordinaria. Caracas, 21 de Diciembre de 1955.

El Código de Comercio rige las obligaciones de los comerciantes en sus operaciones mercantiles y los actos de comercio.

En el artículo 307 se establece que no pueden pagarse dividendos a los accionistas si no existen utilidades líquidas y recaudadas, asimismo, se exige lo siguiente:

Ni en la escritura constitutiva, ni en los estatutos, ni en otros documentos podrán las sociedades establecer interés en favor de sus acciones.

Los accionistas no están obligados a restituir los dividendos que hayan percibido en virtud de balances sociales hechos de buena fe.

La acción de repartición se prescribe en todo caso por cinco años, contados desde el día fijado para la distribución.

Esta norma es de vital importancia para la presente investigación, ya que se establece claramente que todo dividendo a pagar debe ser decretado en función de utilidades líquidas, es decir, que existan verdaderas utilidades y que se dispongan de fondos disponibles para el reparto de las mismas, lo que trae como consecuencia, que cualquier política de dividendos que exista en la empresa debe considerar todos los requisitos exigidos en el artículo antes mencionado.

Ley de Mercado de Valores. Gaceta Oficial de la República de Venezuela Número 39.546. Caracas, 05 de Noviembre de 2010.

Los mercados de capitales están compuestos por compradores y vendedores de acciones e instrumentos de crédito con la finalidad de que los financistas cubran sus necesidades de capital y los inversionistas coloquen su exceso de capital en negocios que generen rendimiento.

En Venezuela, el mercado de capitales está regulado por la Superintendencia Nacional de Valores (SUNAVAL), a través de la Ley de Mercado de Valores. Esta Ley regula la oferta pública de valores, cualquiera que éstos sean, estableciendo a tal fin los principios de organización y funcionamiento, las normas rectoras de la actividad de cuántos sujetos y entidades intervienen en ellos y su régimen de control.

En el artículo 40 se establece que las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones, deberán establecer en sus estatutos internos (acta constitutiva y/o modificaciones) la política de dividendos, de forma tal que los inversionistas estén informados sobre el particular. La asamblea de accionistas decidirá los montos, frecuencia y la forma de pago de los dividendos.

El conocimiento de los artículos antes mencionados aportará información importante para el desarrollo del presente trabajo de investigación, ya que para efectuar el pago de dividendos no sólo se debe evaluar la disponibilidad de fondos de efectivos sino los aspectos legales intrínsecos en este tipo de operación.

Ley de Impuesto Sobre La Renta. Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela Número 6.152 Extraordinario. Caracas, 18 de noviembre de 2014.

Como su nombre lo indica este impuesto grava la renta, es decir, la ganancia que produce una inversión o la rentabilidad del capital. En el artículo 1 se establece que los enriquecimientos anuales, netos y disponibles obtenidos en dinero o en especie por toda persona natural o jurídica, residente o domiciliada en la República Bolivariana de Venezuela, pagará impuestos sobre sus rentas de cualquier origen, sea que la causa o la fuente de ingresos esté situada dentro o fuera del país.

A partir del 1° de enero de 2001, se incorpora una nueva normativa tributaria a esta Ley, artículo 68, que establece el pago de un impuesto proporcional del 34 por ciento aplicable a la porción de los dividendos percibidos por el accionista de las compañías anónimas que excedan de la renta neta fiscal gravada con el Impuesto Sobre La Renta (ISLR) aplicable a la compañía pagadora del dividendo.

Esta base legal es de gran importancia para el presente trabajo de investigación ya que cualquier política de dividendos que exista debe contemplar el impacto fiscal que implica la retención del 34 por ciento de este impuesto para los accionistas y si puede afectar o no el precio de cotización de las acciones de la empresa.

Sistemas de Variables

Arias (2006: 63), define la operacionalización de las variables como “el proceso mediante el cual se transforma la variable de conceptos abstractos a términos concretos, observables y medibles, es decir, dimensiones e indicadores”.

Cuadro de Operacionalización de Variables
Objetivo General: Analizar la política de pago de dividendos y su efecto en el precio de cotización de las acciones con base al Índice Bursátil Caracas en Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A.

Objetivos Específicos	Variables	Dimensiones	Indicadores	Técnica / Instrumento	Ítems
Identificar la política de pago de dividendos en Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A.	Política de dividendos	- Legal - Control	- Actas constitutivas - Políticas - Procedimientos - Pago de dividendos - Accionistas - Planes de inversión - Financiamiento externo	Observación directa / Guía de Observación Encuesta / Cuestionario	N/A 1 2 3, 4, 5, y 7 8, 9, 10 y 11 12
Describir los factores que afectan la política de pago de dividendos en Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A.	Factores de la política de dividendos	- Empresarial - Entorno	- Índice Bursátil Caracas - Valor de mercado - Normativas tributarias - Normas legales - Nuevos accionistas	Encuesta / Cuestionario Revisión Documental / Guía de Observación Encuesta / Cuestionario	6 N/A 13, 14, 15 y 16 17 18 y 19 20
Examinar el precio de cotización de las acciones en las empresas del sector papelerero del Estado Aragua con base al Índice Bursátil Caracas	Precio de cotización de las acciones	- Entorno	- Índice Bursátil Caracas	Revisión Documental / Guía de Observación	N/A
Conocer el efecto de la política de pago de dividendos en el precio de cotización de las acciones con base al Índice Bursátil Caracas en MANPA	Valor de mercado de las acciones	- Empresarial	- Pago de dividendos - Precio de cotización de las acciones	Revisión Documental / Guía de Observación	N/A

Fuente: Aguilar (2015)

Definición de Términos Básicos

Acción: Según Avellaneda (1996). “**Diccionario Bilingüe de Términos Financieros**”. Documento que otorga a su propietario el derecho a percibir una renta en forma de dividendos de una sociedad determinada.

Dividendos: Según Besley y Brigham (2007). “**Fundamentos de Administración Financiera**”, se refiere a las distribuciones que se hacen entre los accionistas a partir de las utilidades de una empresa, independientemente de que éstas se hayan generado en el período actual o en ejercicios anteriores.

Efectivo: Según Avellaneda (1996). “**Diccionario Bilingüe de Términos Financieros**”, se considera dentro de las cuentas del balance lo realizable inmediatamente. Es una cuenta de mayor y le corresponden diversos rubros como caja, caja menor y bancos.

Índice o Indicador Financiero: Según Emery, Finnerty y Stowe (2000). “**Fundamentos de Administración Financiera**”, el resultado de dividir una partida de estado financiero entre otra. Estas razones ayudan a los analistas a interpretar los estados financieros concentrándose en relaciones específicas.

Índice Bursátil de Caracas: Según Garay y González (2006). “**Fundamentos de Finanzas**”, indica la evolución de los precios que se cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas. Se calcula como la suma de las capitalizaciones de mercado de cada día (número de acciones multiplicado por el precio) dividida por un valor que corresponde a la capitalización de mercado en el año base.

Índices de Liquidez: Según Emery, Finnerty y Stowe (2000). “**Fundamentos de Administración Financiera**”, son razones que miden la capacidad de una compañía para cumplir a tiempo con sus obligaciones a corto plazo.

Índices de Rentabilidad: Según Besley y Brigham (2007). “**Fundamentos de Administración Financiera**”, muestran los efectos combinados de las políticas de liquidez, administración de activos y administración de deudas sobre los resultados operativos del negocio.

Índices de Valor de Mercado: Según Gitman y Gitman (2003). “**Principios de Administración Financiera**”, se refiere al valor de mercado de una empresa, calculado según su precio accionario actual, sobre ciertos valores contables. Estas razones dan un panorama de qué tan bien sienten los inversionistas el comportamiento de la empresa en términos de riesgo y rendimiento.

Impuesto al Dividendo: Es un gravamen proporcional del 34% a los dividendos originados en la renta neta del pagador que exceda de su renta neta fiscal gravada (Artículo 68 de la Ley de Impuesto Sobre La Renta, 2014).

Política de Dividendos: Según Brealey y Myers (1996). “**Manual de Finanzas Corporativas**”, es la relación de intercambio entre beneficios retenidos por un lado y la distribución de dividendos líquidos y la emisión de nuevas acciones por otro.

Teoría de Irrelevancia de los Dividendos: Según Besley y Brigham (2007). “**Fundamentos de Administración Financiera**”, es una teoría que

afirma que la política de dividendos de una empresa no tiene efecto ni sobre su valor ni sobre su costo de capital.

Teoría de Relevancia de los Dividendos: Según Besley y Brigham (2007). “**Fundamentos de Administración Financiera**”, es una teoría que sostiene que el valor de una empresa se ve afectado por su política de dividendos, es decir, que la política de dividendos óptima es aquella que maximiza el valor de la empresa.

Valor de Mercado de una Acción: Según Avellaneda (1996). “**Diccionario Bilingüe de Términos Financieros**”. Es el precio al que puede comprarse o venderse una acción en el mercado

CAPÍTULO III MARCO METODOLÓGICO

Todo proceso de investigación requiere que el tema a estudiar cumpla con las condiciones de fiabilidad, objetividad y validez interna, las cuales sólo se pueden alcanzar siguiendo un orden metodológico.

Balestrini (2006) opina lo siguiente:

El fin esencial del Marco Metodológico, es el de situar en el lenguaje de investigación, los métodos e instrumentos que se emplearán en la investigación planteada, desde la ubicación acerca del tipo de estudio y el diseño de investigación; su universo o población, su muestra; hasta la codificación, análisis y presentación de los datos. De esta manera, se proporcionará al lector una información detallada acerca de cómo se realizará la investigación. (p.126).

En el marco metodológico se van a definir el tipo y diseño de la investigación, la población a estudiar, la muestra a seleccionar y las técnicas e instrumentos que se utilizarán en la recolección, presentación y análisis de los datos. En otras palabras, en el marco metodológico se define el “cómo” se va a realizar la investigación para dar respuesta al problema planteado.

Tipo y Diseño de la Investigación

Con base al objetivo planteado en el presente trabajo de investigación, como es analizar la política de pago de dividendos y su efecto en el precio de cotización de las acciones con base al Índice Bursátil Caracas en Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A., el estudio que se utilizó es de tipo evaluativo.

Hurtado (2007: 123), destaca que “es evaluar los resultados de uno o más programas, que han sido, o están siendo aplicados dentro de un contexto determinado”.

Por su parte Weiss (2001) citado por Palella y Martins (2003), afirma que una investigación evaluativa es:

Reúne sistemáticamente pruebas y testimonios de una muestra representativa de las unidades de que se trate. Comúnmente traduce estos testimonios a expresiones cuantitativas y los compara con los criterios que se habían establecido. Luego saca conclusiones acerca de la eficacia, el valor, el éxito del fenómeno que se está estudiando. (p. 87).

En lo referente al diseño de investigación que se requiere en el marco de los objetivos planteados, en el presente estudio se aplicó un diseño de campo, que es definido por Balestrini (2006) como:

Estos diseños, permiten establecer una interacción entre los objetivos y la realidad de la situación de campo; observar y recolectar los datos directamente de la realidad, en su situación natural; profundizar en la comprensión de los hallazgos encontrados con la aplicación de instrumentos; y proporcionarle al investigador una lectura de la realidad objeto de estudio más rica en cuanto al conocimiento de la misma. (p. 132).

Este tipo de diseño le permitió al autor del presente estudio no sólo observar, sino recolectar datos primarios, es decir, datos obtenidos directamente de la realidad estudiada en su ambiente cotidiano o natural.

Fases de la Investigación

Fase I: Revisión Bibliográfica: en esta fase se revisó y analizó el material teórico relacionado con la temática en estudio.

Fase II: Diseño del Instrumento: se diseñó y validó el instrumento de recolección de datos de información requerido en la investigación.

Fase III: Aplicación del Instrumento: los instrumentos que se diseñaron para la recopilación de los datos se aplicaron a la muestra seleccionada de manera directa.

Fase IV: Análisis e Interpretación de los Datos: durante el desarrollo de esta fase se analizaron cada una de las respuestas obtenidas a través del instrumento para facilitar su comprensión.

Fase V: Presentación de Conclusiones: en esta fase se procedió a elaborar las conclusiones del trabajo de investigación.

Población y Muestra

Para Palella y Martins (2003), la población de una investigación es:

El conjunto de unidades de las que se desea obtener información y sobre las que se van a generar conclusiones. La población puede ser definida como el conjunto finito o infinito de elementos, personas o cosas pertinentes a una investigación y que generalmente suele ser inaccesible. (p. 93).

En la presente investigación la población o universo de estudio estuvo constituido por el conjunto de personas pertenecientes a la alta y media gerencia de la división de finanzas de las compañías del sector papelerero establecidas en el Estado Aragua, que se dedican a la producción y venta de

papel en todas sus presentaciones y que coticen sus acciones en la Bolsa de Caracas.

En tal sentido, la población objeto de estudio estuvo conformada por el personal gerencial que labora en la División de Finanzas de Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A., ya que ésta es la única compañía perteneciente al Estado Aragua que cumple con las condiciones indicadas en el párrafo anterior, vale decir, que se dedica a la producción y venta de papel y sus acciones se cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas. Esta población estuvo conformada por diez (10) individuos que laboran en esta organización para el primer trimestre del año 2015.

De acuerdo a lo antes indicado, en virtud, de que la población objeto de estudio es finita, y que Arias (2006: 82) la define como “una agrupación en la que se conoce la cantidad de unidades que la integran”, en el presente trabajo de investigación se utilizó una muestra de tipo censal.

La muestra de tipo censal permite efectuar un estudio de todos los individuos que conforman el universo, no existe necesidad de extraer de la población un subconjunto que la represente, ya que la muestra es igual a la población.

En el presente estudio la muestra estuvo conformada por la totalidad de los diez (10) individuos que componen la población gerencial perteneciente a la División de Finanzas de Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) que laboran en esta organización para el primer trimestre del año 2015.

Técnicas e Instrumentos de Recolección de Datos

Una vez seleccionado el tipo y diseño de investigación, la población y muestra, la siguiente etapa en el marco metodológico requerido para obtener datos primarios confiables y, poder cumplir con los objetivos del presente estudio, es la definición de la técnica o manera de recolectar la información requerida.

La selección de la técnica de recolección de datos es de vital importancia en el proceso de investigación ya que de ella depende la construcción de los instrumentos necesarios que van a acercar al investigador con la realidad a estudiar, se puede entender que una determinada técnica requiere la utilización de un determinado instrumento, para Hernández, Fernández y Baptista (2008: 274) “Recolectar los datos implica elaborar un plan detallado de procedimientos que nos conduzcan a reunir datos con un propósito específico”.

Dadas las características del tipo de investigación seleccionada y en función de los datos necesarios para la elaboración del marco teórico, se analizaron las fuentes documentales que permitieron abordar y desarrollar los requisitos del momento teórico de la investigación y se utilizó la técnica del fichaje para incorporar las citas textuales (fichas textuales) y relacionar los datos de los libros consultados (fichas bibliográficas).

En segundo lugar, se utilizó la técnica de la observación directa no participante, Méndez (2005), opina:

Se puede afirmar que la observación científica conoce la realidad y permite definir previamente los datos más importantes que deben recogerse por tener relación directa con el problema de investigación. Supone un conocimiento profundo de un marco teórico que oriente al investigador. (p. 154).

Con esta técnica se observa atentamente el objeto a investigar a fin de obtener información de interés que luego se registra para su análisis, es de gran utilidad y viabilidad cuando el investigador se propone conocer hechos o situaciones que tienen un carácter público o al menos no están registrados a la esfera estrictamente privada, de igual manera, aporta la ventaja de que los hechos son percibidos directamente, sin ninguna clase de intermediación, colocando al investigador ante la situación tal como ésta se presenta naturalmente.

El instrumento que se utilizó para aplicar la técnica de observación no participante en el presente trabajo de investigación es el guión de observación, con este instrumento se extrae de manera sistemática y controlada los datos de la realidad, tal y como suceden, para posteriormente ser analizados.

Por último lugar, se utilizó la técnica de la encuesta, Arias (2006: 72), la define como “una técnica que pretende obtener información que suministra un grupo o muestra de sujetos acerca de sí mismos, o en la relación con un tema particular”.

Con esta técnica se recolecta información que permite conocer las opiniones de los individuos con relación al objeto de estudio, en otras palabras, se pueden obtener conclusiones referentes al tema investigado partiendo de las opiniones de los individuos encuestados.

El instrumento que se utilizó para aplicar la técnica de la encuesta en el presente trabajo de investigación es el cuestionario, que Sampieri, Fernández-Collado y Baptista (2008: 310) opinan que “Tal vez el instrumento más utilizado para recolectar datos es el cuestionario. Un cuestionario

consiste en un conjunto de preguntas respecto de una o más variables a medir”.

Con el cuestionario se van a obtener las respuestas de los individuos por medio de un formato de papel contentivo de una serie de preguntas cerradas.

Hernández, Fernández y Baptista (2008) definen las preguntas cerradas como:

Las preguntas cerradas contienen categorías u opciones de respuestas que han sido previamente delimitadas. Es decir, se presentan a los participantes las posibilidades de respuesta, quienes deben acotarse a éstas. Pueden ser dicotómicas (dos posibilidades de respuesta) o incluir varias opciones de respuesta. (p. 310).

El cuestionario utilizado en la presente investigación contiene preguntas cerradas con opción de respuestas dicotómicas, vale decir, preguntas con dos opciones de respuestas, “Sí” o “No”.

Validez del Instrumento de Recolección de Datos

Todo instrumento de recolección de datos debe cumplir con dos requisitos indispensables, como son: la validez y la confiabilidad.

Para Hernández, Fernández y Baptista (2008):

La validez, en términos generales, se refiere al grado en que un instrumento realmente mide la variable que pretende medir. Por ejemplo, un instrumento válido para medir la inteligencia debe medir la inteligencia y no la

memoria. Una prueba sobre conocimientos de historia tiene que medir esto y no conocimientos de literatura histórica. (p. 277).

Con base a lo antes citado se entiende que un instrumento de recolección de datos es válido cuando mide realmente lo que se pretende investigar y no otro objeto o tema de estudio.

Dentro de este orden de ideas, la validez del cuestionario utilizado como instrumento de recolección de datos en la presente investigación se determinó a través del examen de tres (03) profesionales expertos, los cuales emitieron las opiniones relativas a la adecuación de cada pregunta con la consecución de los objetivos que se pretendieron lograr.

Asimismo, a los expertos se les suministró el capítulo I y II del presente trabajo de investigación, incluido la operacionalización de las variables, el instrumento de recolección de datos y una hoja de validación donde se determinaron: la correspondencia de objetivos e ítems, calidad técnica de representatividad y la calidad del lenguaje.

Confiabilidad del Instrumento de Recolección de Datos

Para Palella y Martins (2003):

La confiabilidad es definida como la ausencia de error aleatorio en un instrumento de recolección de datos. Representa la influencia del azar en la medida; es decir, es el grado en el que las mediciones están libres de la desviación producida por los errores causales. Además, la precisión de una medida es lo que asegura su repetibilidad (si se repite, siempre da el mismo resultado). (p. 150).

Se considera entonces que un instrumento de recolección de datos es confiable si produce resultados consistentes, es decir, la confiabilidad implica el grado de congruencia con que se realiza una medición y las inconsistencias o errores que atentan esta confiabilidad generalmente provienen del mismo diseño del instrumento y las técnicas de análisis utilizadas.

Con el propósito de minimizar los errores sistemáticos generados en la aplicación de los instrumentos de recolección de datos, se aplicó como técnica de confiabilidad: el coeficiente KR-20 desarrollado por Kuder y Richardson.

Según Hernández, Fernández y Baptista (2008: 290), el coeficiente KR-20, requiere una sola administración del instrumento de medición. “Su ventaja es que no es necesario dividir en dos mitades a los ítems del instrumento, simplemente se aplica la medición y se calcula el coeficiente”.

Palella y Martins (2003), opinan que el coeficiente KR-20 permite lo siguiente:

En el coeficiente KR 20/21, se divide el instrumento en tantas partes como tenga, como hicieron Kuder y Richardson, (este coeficiente se aplica para instrumentos cuyas respuestas son dicotómicas; por ejemplo: sí – no), lo que permite examinar cómo ha sido respondido cada ítem en relación con los restantes. (p. 153)

Para establecer la confiabilidad del instrumento de recolección de datos el investigador aplicó el Coeficiente de Kuder-Richardson (Kr-20) ya que el cuestionario se formuló con preguntas cerradas dicotómicas, es decir que las

alternativas de respuestas son "Si" o "No". En relación a esto el autor expresa que la fórmula para aplicar este coeficiente es:

$$r_{tt} = \frac{K}{K - 1} * \left[\frac{St^2 - \sum p_i q_i}{St^2} \right]$$

Donde:

r_{tt} = Coeficiente de Confiabilidad
 K = Número de ítems del instrumento
 p_i = Ítems positivos
 q_i = Ítems negativos
 St^2 = Varianza Total del Instrumento

Es de hacer notar que el coeficiente en referencia, se aplica para medir la confiabilidad de ítems dicotómicos y produce valores que oscilan entre cero (0) y uno (1), donde el coeficiente cero (0), significa confiabilidad nula, mientras que uno (1), representa un máximo de confiabilidad.

Luego de calcular el Coeficiente KR-20 se determinó que el instrumento de recolección de datos aplicado en esta investigación posee una confiabilidad de 0,52, es una evidencia de que el cuestionario aplicado es confiable.

CAPÍTULO IV

ANÁLISIS E INTERPRETACIÓN DE LOS DATOS

En el presente capítulo se presentan los resultados de la investigación, orientado básicamente a establecer el diagnóstico de la situación actual en la organización con relación a los objetivos planteados.

Para analizar la política de dividendos de Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A., se dio inicio con la revisión de su registro constitutivo y actas de asambleas de accionistas elaboradas para formalizar la aprobación del decreto y pago de dividendos, así como la información general concerniente a su actividad económica y tipo de sociedad, ver cuadro 2.

Cuadro 2 Información legal y general de MANPA

Nombre de la compañía:	Manufacturas de Papel, C.A.(MANPA) S.A.C.A.	
Datos del Registro Mercantil:	Sociedad mercantil inscrita en el Registro Mercantil Primero de la Circunscripción Judicial del Distrito Federal (hoy Distrito Capital.) en fecha 31 de marzo de 1950, bajo el número 379, Tomo 1-B.	
Actividad Económica:	Producción y comercialización de papel en todas sus formas, tales como: cuadernos, sacos, bolas, papel higiénico, servilletas, toallas de cocinas y otros.	
Tipo de Sociedad:	MANPA es una sociedad mercantil de capital abierto registrada en la Superintendencia Nacional de Valores, cuyas acciones cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas y en el mercado internacional a través del instrumento American Depositary Receipts (ADR)	
Capital social suscrito y pagado:		Bs. 22.941.000,00
Número de acciones en circulación en la Bolsa de Valores de Caracas:		229.410.000

Fuente: Elaboración propia

Al revisar su registro mercantil actualizado, se pudo constatar que MANPA cumple con lo establecido en artículo 40 de la Ley de Mercado de Valores que exige que todas las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones deberán establecer en sus estatutos sociales la política de dividendos, con la finalidad de que los inversionistas estén informados del monto a repartir de utilidades, ver cuadro 3.

Cuadro 3 Política de dividendo de MANPA

Política de Dividendo

Cláusula 16 – Estatutos Sociales de MANPA:

"La asamblea de accionistas decidirá los montos, frecuencia, la forma de pago y oportunidad de los dividendos, pudiendo delegar en la Junta Directiva la fijación de la fecha de registro y pago dividendos. Asimismo, podrá decretar dividendos extraordinarios en la forma y fecha que lo considere convenientes. Los dividendos en efectivo a repartirse entre los accionistas no podrán ser menores del veinticinco por ciento (25%) de las utilidades netas obtenidas en cada ejercicio económico después de apartado del impuesto sobre la renta y deducidas las reservas legales. En caso de que la Compañía tenga déficit acumulado, las utilidades netas deberán ser destinadas a la compensación de dicho déficit y el excedente de utilidades será repartido de acuerdo a la forma antes establecida".

Fuente: Elaboración propia a partir del Registro Mercantil de MANPA

Con respecto al cumplimiento de la política de dividendos, MANPA ha sido constante con la ejecución de este lineamiento, tal es el caso, que para los años 2011, 2012, 2013 y 2014 ha anunciado públicamente a través de dos (2) diarios de circulación nacional, El Universal y El Nacional, al menos una vez al año, el pago de dividendos en efectivo aprobados en la Asamblea

General Ordinaria de Accionistas, información que también el investigador pudo constatar en los avisos de notificación de pagos de dividendos efectuados por la Bolsa de Valores de Caracas en su página web: www.bolsadecaracas.com. y la Superintendencia Nacional de Valores, pagina web: www.sunaval.gob.ve., ver cuadro 4.

Cuadro 4 Anuncios pagos de dividendo de MANPA

Fecha aprobación decreto dividendo	Fecha publicación pago dividendo	Fecha registro de accionistas	Fecha pago de dividendo	Dividendo por acción	Total dividendo en miles Bs.
29/04/2011	30/04/2011	06/05/2011	13/05/2011	0,50	114.705
27/04/2012	06/05/2012	11/05/2012	18/05/2012	0,61	139.440
26/04/2013	13/05/2013	20/05/2013	27/05/2013	0,30	68.823
30/04/2014	08/06/2014	13/06/2014	20/06/2014	0,30	68.823

Fuente: Elaboración propia

Con respecto al cuestionario aplicado en la presente investigación, consta de veinte (20) preguntas cerradas dirigidas a diez (10) personas pertenecientes a la División de Finanzas de Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A., los datos obtenidos de este instrumento de recolección se agruparon en frecuencias absolutas (FA) y frecuencias relativas (FR %), se efectuó la representación gráfica de la distribución de tales resultados con su correspondiente interpretación, apoyado en los datos recabados en la observación directa no participante.

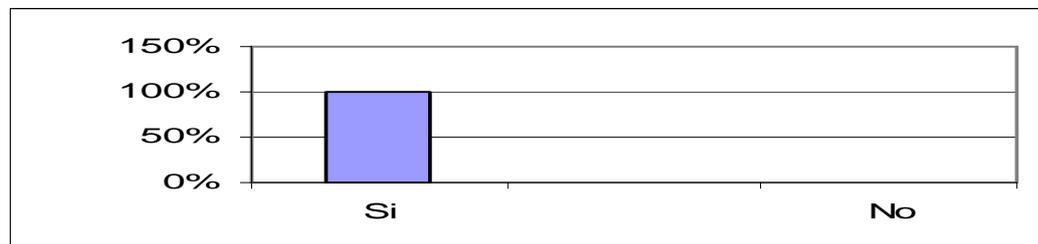
Ítem 1. ¿Se aplica alguna política de pago de dividendos en MANPA?

Tabla1 La política de dividendos

Alternativas	Frecuencia Absoluta	Frecuencia Relativa
Si	10	100%
No	0	0%
Total	10	100%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 1 La Política de dividendos



Fuente: Elaboración propia

De acuerdo a los resultados obtenidos, los encuestados en su totalidad expresaron que si se aplica una política de dividendos en MANPA, situación que pudo ser constatada por el autor al verificar la existencia de esta política en la cláusula No.16 del título IV de su Registro Mercantil, lo que permite inferir que MANPA paga sus dividendos de acuerdo a las normas establecidas en su documento constitutivo y correspondientes actualizaciones legales.

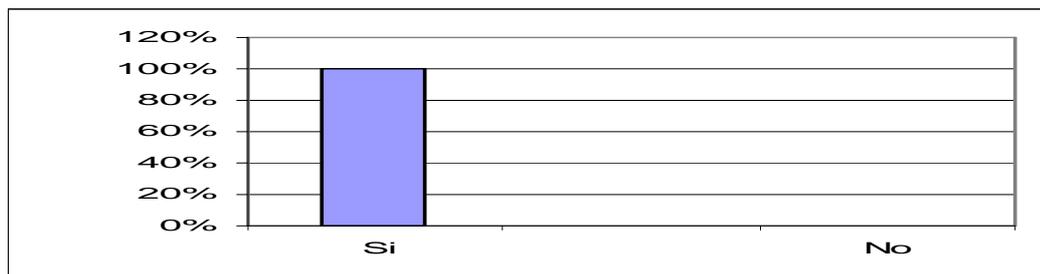
Ítem 2. ¿Existe algún procedimiento para el pago de dividendos de MANPA?

Tabla 2 Procedimiento de política de pago de dividendos

Alternativas	Frecuencia Absoluta	Frecuencia Relativa
Si	10	100%
No	0	0%
Total	10	100%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 2 Procedimiento de política de pago de dividendos



Fuente: Elaboración propia

Los encuestados en su totalidad expresaron que si se existe un procedimiento de pago de dividendos que ratifica lo indicado en el ítem 1, ya que MANPA para pagar sus dividendos debe cumplir con la política de pago establecida en su Registro Mercantil, así como por los procedimientos elaborados internamente para el cálculo, publicación y pago de los dividendos decretados.

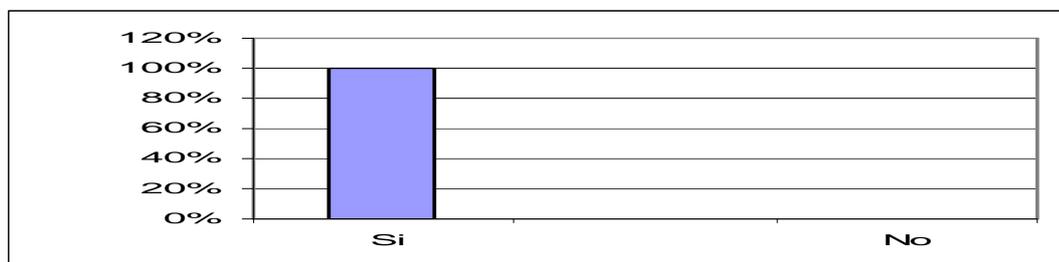
Ítem 3. ¿MANPA paga con frecuencia dividendos en efectivo a sus accionistas?

Tabla 3 Frecuencia de pago de dividendos

Alternativas	Frecuencia Absoluta	Frecuencia Relativa
Si	10	100%
No	0	0%
Total	10	100%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 3 Frecuencia de pago de dividendos



Fuente: Elaboración propia

El 100 por ciento indicó que MANPA paga con frecuencia dividendos a sus accionistas, situación que fue verificada por el autor al observar los avisos de decretos de pagos de dividendos que MANPA mandó a publicar en los diarios venezolanos El Universal y El Nacional, en las siguientes fechas: 30 de abril de 2011 (Bs. 114.705.000,00), 06 de mayo de 2012 (Bs. 139.940.100,00), 13 de mayo de 2013 (Bs. 68.823.000,00) y 08 de junio de

2014 (Bs. 68.823.000,00), el autor infiere que la frecuencia de pagos de dividendos no tiene períodos específicos.

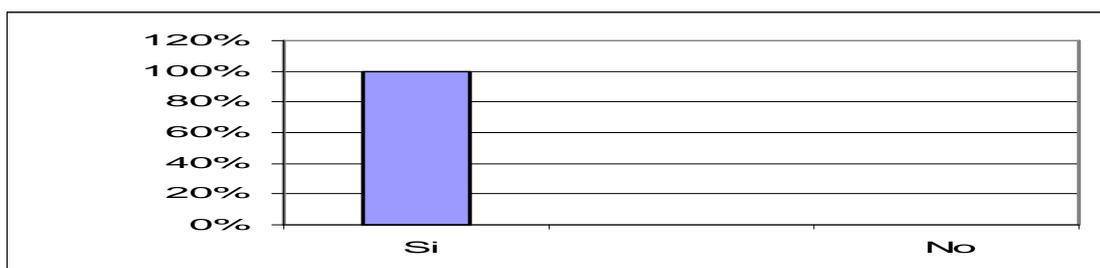
Ítem 4 ¿La gerencia financiera de MANPA cumple con los requisitos legales para el pago de dividendos?

Tabla 4 Requisitos legales para el pago de dividendos

Alternativas	Frecuencia Absoluta	Frecuencia Relativa
Si	10	100%
No	0	0%
Total	10	100%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 4 Requisitos legales para el pago de dividendos



Fuente: Elaboración propia

Según los resultados de la tabla 4 y gráfico 4, el 100 por ciento de los encuestados opinaron que MANPA cumple con los requisitos legales exigidos en la Ley de Mercado de Valores: 1) existencia de una política de dividendos en su Registro Mercantil, 2) publicación a través de avisos en los

diarios de circulación nacional de las fechas de decreto y pago de dividendos aprobadas por la Asamblea de Accionistas y 3) envío semestral de información financiera a la Superintendencia Nacional de Valores.

En función a lo informado por los encuestados, estas actividades se realizan cumpliendo con las disposiciones establecidas en la Ley de Mercado de Valores, que son las siguientes: existencia de una política de dividendos en los estatutos de la compañía, la publicación de avisos de pagos de dividendos en dos diarios de circulación nacional y el envío de información financiera a la Superintendencia de Valores.

Con base a lo antes indicado el autor deduce que la compañía MANPA acata lo establecido en la Ley de Mercado de Valores para efectuar el pago de dividendos a sus accionistas.

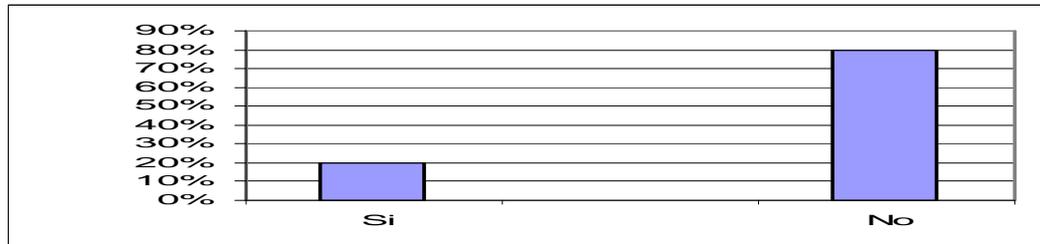
Ítem 5. ¿La disponibilidad de efectivo afecta la política de pago de dividendos de MANPA?

Tabla 5 Disponibilidad de efectivo y el pago de dividendos

Alternativas	Frecuencia Absoluta	Frecuencia Relativa
Si	2	20%
No	8	80%
Total	10	100%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 5 Disponibilidad de efectivo y el pago de dividendos



Fuente: Elaboración propia

En los resultados obtenidos, un 80 por ciento de los encuestados opinaron que la disponibilidad de efectivo no afecta el pago de dividendos en MANPA, mientras que el 20 por ciento restante consideró que si existe un efecto. El investigador infiere, partiendo de la situación financiera de MANPA, que la disponibilidad de efectivo no es un elemento que condicione el pago de los dividendos, ya que si esta compañía no posee suficiente capital circulante en el momento de decretar el dividendo puede obtener fácilmente los fondos por medio del financiamiento externo, situación que es producto de su sólido respaldo financiero por ser una compañía rentable y sobre todo solvente en el mercado.

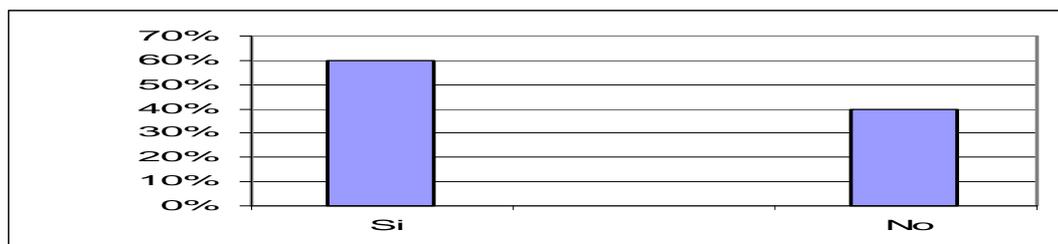
Ítem 6. ¿MANPA recurre al financiamiento externo para pagar los dividendos a sus accionistas?

Tabla 6 Financiamiento externo y pago de dividendos

Alternativas	Frecuencia Absoluta	Frecuencia Relativa
Si	6	60%
No	4	40%
Total	10	100%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 6 Financiamiento externo y pago de dividendos



Fuente: Elaboración propia

El 60 por ciento de los encuestados señalaron que MANPA recurre al financiamiento externo para efectuar el pago de los dividendos decretados, mientras que el 40 por ciento restante opinó que esta compañía no necesita fondos externos para cumplir con este pago. Sin embargo, el investigador difiere de estos resultados, ya que MANPA no recurre al financiamiento externo para pagar los dividendos, genera suficiente fondos de efectivo para poder cumplir con este compromiso asumido con los accionistas.

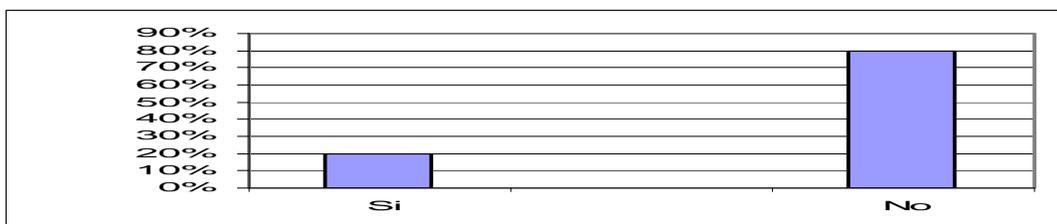
Ítem 7. ¿MANPA aplica un porcentaje constante a las utilidades para el cálculo de los dividendos a pagar?

Tabla 7 Porcentaje de pago de dividendos

Alternativas	Frecuencia Absoluta	Frecuencia Relativa
Si	2	20%
No	8	80%
Total	10	100%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 7 Porcentaje de pago de dividendos



Fuente: Elaboración propia

De la tabla 7 y el gráfico 7, se desprende que el 80 por ciento de los encuestados indicaron que MANPA no aplica un porcentaje fijo de pago de dividendos sobre las ganancias retenidas, mientras que el 20 por ciento restante opinó que esta compañía si aplica un porcentaje fijo para el cálculo del dividendo a pagar. El investigador a través de la observación y revisión de documentos pudo constatar que MANPA no aplica un porcentaje fijo para el pago de dividendos, ya que en la política establecida para tal fin en su Registro Mercantil, sólo se establece que los dividendos en efectivo a repartir entre los accionistas no podrán ser menores del 25 por ciento de las utilidades netas obtenidas en cada ejercicio económico.

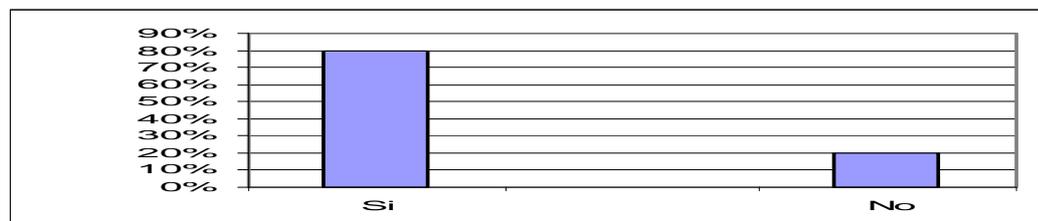
Ítem 8. ¿Se compran acciones de MANPA para obtener futuras ganancias de capital?

Tabla 8 Compra de acciones y ganancias de capital

Alternativas	Frecuencia Absoluta	Frecuencia Relativa
Si	8	80 %
No	2	20 %
Total	10	100 %

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 8 Compra de acciones y ganancias de capital



Fuente: Elaboración propia

Los resultados reflejan que el 80 por ciento destaca que los inversionistas compran acciones de MANPA porque aspiran obtener futuras ganancias de capital, mientras que el 20 por ciento restante opinó lo contrario. El investigador infiere que los inversionistas se interesan en adquirir acciones de esta compañía, no sólo por el hecho de que paga dividendos con frecuencia, sino porque representa un negocio sólido y rentable con un posicionamiento estratégico en el mercado papelerero venezolano, tal como se evidencia en los sus estados financieros auditados donde se puede observar que ha generado utilidades netas en los ejercicio para los años 2011, 2012, 2013 y 2014.

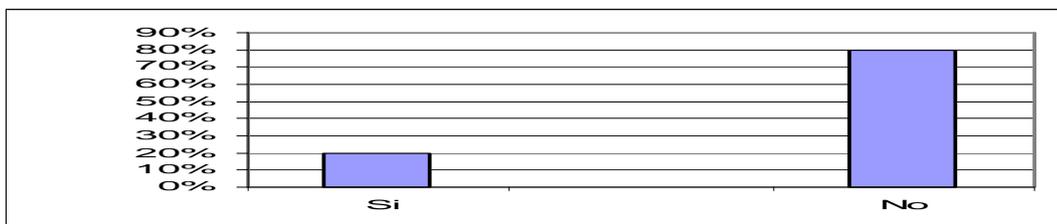
Ítem 9. ¿Los accionistas prefieren dividendos en acciones?

Tabla 9 Preferencia de dividendos en acciones

Alternativas	Frecuencia Absoluta	Frecuencia Relativa
Si	2	20%
No	8	80%
Total	10	100%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 9 Preferencia de dividendos en acciones



Fuente: Elaboración propia

El 80 por ciento de los encuestados opinaron que los accionistas no prefieren el decreto de dividendos en acciones, mientras que el 20 por ciento restante opinó lo contrario. El investigador infiere que los accionistas prefieren el cobro de dividendos en virtud de la gran incertidumbre que vive Venezuela reflejada por su situación política y económica, caracterizada por una alta tasa de inflación, control de cambio, controles de precios y las expropiaciones cada vez más frecuentes de empresas del sector privado, lo que trae como consecuencia que se genere una gran expectativa en los inversionistas para cobrar la mayor cantidad posible de dividendos en efectivo, resultando poco atractivo en los actuales momentos que se decreten dividendos en acciones.

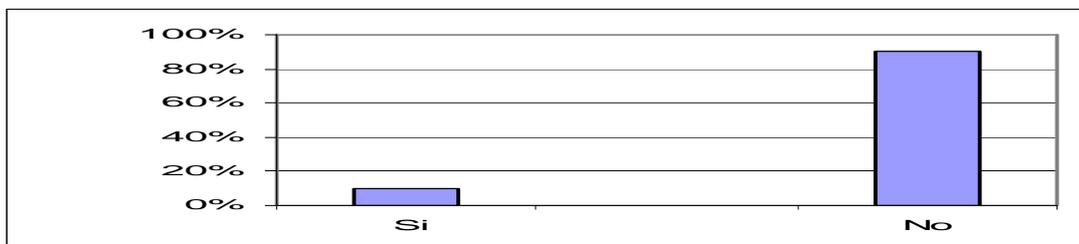
Ítem 10. ¿Existe presión por parte de los accionistas de MANPA para cobrar una mayor cantidad de dividendos?

Tabla 10 Presión de las acciones y cobro de dividendos

Alternativas	Frecuencia Absoluta	Frecuencia Relativa
Si	1	10%
No	9	90%
Total	10	100%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 10 Presión de las acciones y cobro de dividendos



Fuente: Elaboración propia

Se observa que el 90 por ciento de los encuestados indicaron que los accionistas no presionan para cobrar una mayor cantidad de dividendos, mientras que el 10 por ciento restante opinó que si. De estos resultados se puede inferir que los accionistas no ejercen ningún tipo de presión para cobrar una mayor cantidad de dividendos. No obstante el investigador no comparte la opinión de la mayoría de los encuestados porque considera que los accionistas si presionan para cobrar mayores dividendos dada la situación política y económica del país, tal como se destacó en el ítem 9.

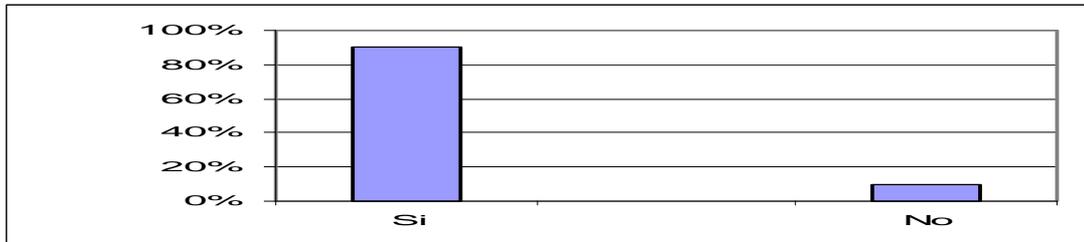
Ítem 11. ¿Para los accionistas de MANPA un mayor cobro de dividendos constituye una señal de la salud financiera de la compañía?

Tabla 11 Pago de dividendos como señal de información

Alternativas	Frecuencia Absoluta	Frecuencia Relativa
Si	9	90%
No	1	10%
Total	10	100%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 11 Pago de dividendos como señal de información



Fuente: Elaboración propia

El 90 por ciento de los encuestados opinaron que un mayor cobro de dividendos constituye una señal de salud financiera de MANPA, a diferencia de un 10 por ciento que opinó en forma negativa. Estos resultados ratifican lo que afirma Ehrhardt y Brigham (2007) de que los dividendos tienen un valor informativo ya que son señales que permiten pronosticar futuras utilidades. En el caso de MANPA, la mayoría de los encuestados expresaron que cuando esta compañía paga dividendos se genera un efecto positivo en sus accionistas no sólo porque están obteniendo un beneficio en el corto plazo, sino porque consideran que su inversión será más rentable en el futuro.

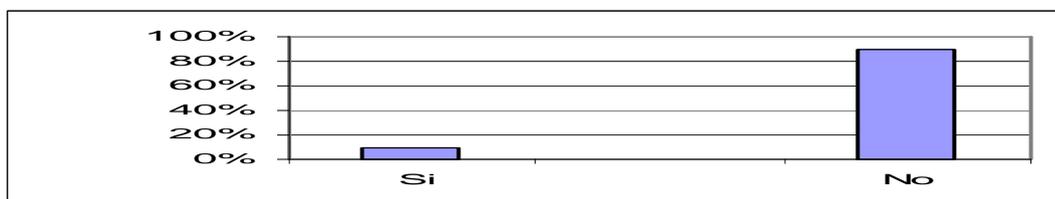
Ítem 12. ¿Las oportunidades de inversión afectan la política de dividendos de MANPA?

Tabla 12 Oportunidades de inversión y pago de dividendos

Alternativas	Frecuencia Absoluta	Frecuencia Relativa
Si	1	10%
No	9	90%
Total	10	100%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 12 Oportunidades de inversión y pago de dividendos



Fuente: Elaboración propia

El 90 por ciento de los encuestados expresaron que las oportunidades de inversión no afectan la política de pago de dividendos de MANPA, a diferencia de un 10 por ciento que opinó sí. El investigador infiere que los fondos circulantes de MANPA se están destinando al pago de dividendos, ya que se les está concediendo mayor importancia a la distribución de las utilidades que a los planes de inversión para la adquisición de nuevos activos o mejoramiento de los ya existentes, producto de la gran incertidumbre que existe en Venezuela con respecto a su situación política y económica, lo que ha traído como consecuencia que en la mayoría de los casos estas compañías no estén efectuando inversiones importantes para la compra o a ampliación de activos productivos.

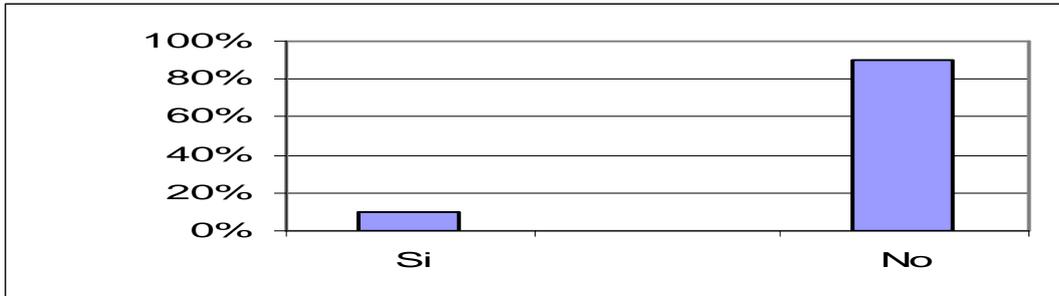
Ítem 13. ¿Considera usted que el precio de cotización de las acciones de MANPA es determinado únicamente por la generación de utilidades?

Tabla 13 Precio de cotización de las acciones y las utilidades

Alternativas	Frecuencia Absoluta	Frecuencia Relativa
Si	1	10%
No	9	90%
Total	10	100%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 13 Precio de cotización de las acciones y las utilidades



Fuente: Elaboración propia

El 90 por ciento de los encuestados expresaron que el precio de cotización de las acciones no es determinado únicamente por la generación de utilidades de MANPA, a diferencia de un 10 por ciento que opinó que sí. El investigador opina que si existen otros factores además de la generación de utilidades que pueden influir en el precio de cotización de las acciones de MANPA, tales como: 1) la trayectoria y estabilidad de esta compañía en el mercado paplero que genera una gran confianza y lealtad en los inversionistas para mantener sus acciones, esta situación es definida por Besley y Brigham (2007), como un Efecto Clientela y 2) El pago frecuente de dividendos, el cual se convierte en un canal de información que envía señales al mercado de valores con respecto a la estabilidad financiera actual y futura de esta compañía.

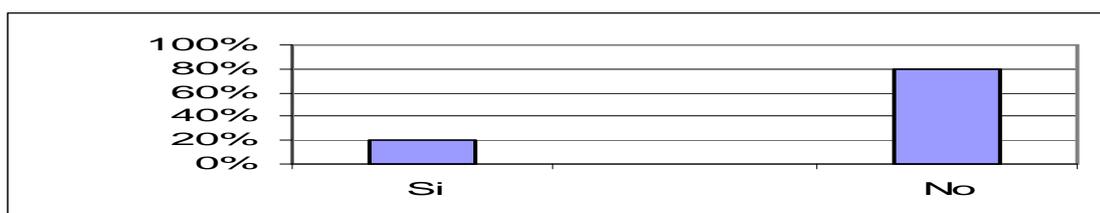
Ítem 14. ¿La política de pago de dividendos de MANPA causa algún efecto en el precio de cotización de sus acciones?

Tabla 14 Pago de dividendos y el precio de las acciones

Alternativas	Frecuencia Absoluta	Frecuencia Relativa
Si	2	20%
No	8	80%
Total	10	100%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 14 Pago de dividendos y el precio de las acciones



Fuente: Elaboración propia

El 80 por ciento de los encuestados expresaron que la política de pago de dividendos de MANPA no causa algún efecto en el precio de cotización de sus acciones, a diferencia de un 20 por ciento que opinó que si. El investigador infiere que la mayoría de los encuestados consideran que no se produce algún efecto, ya que al observar los índices bursátiles de las acciones de MANPA en la Bolsa de Valores de Caracas, éstos se mantienen sin variaciones importantes antes y después del anuncio del reparto de utilidades.

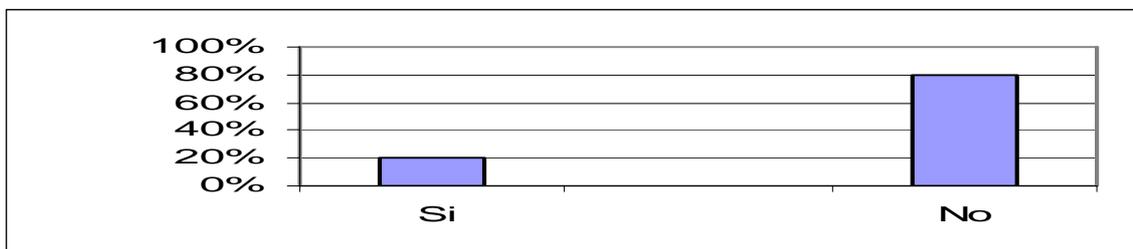
Ítem 15. ¿La percepción de riesgo de los accionistas por no cobrar rápidamente dividendos puede afectar el precio de cotización de las acciones de MANPA?

Tabla 15 Percepción de riesgo y el precio de las acciones

Alternativas	Frecuencia Absoluta	Frecuencia Relativa
Si	2	20%
No	8	80%
Total	10	100%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 15 Percepción de riesgo y el precio de las acciones



Fuente: Elaboración propia

Se observa que el 80 por ciento de los encuestados expresaron que la percepción de riesgo de los accionistas por no cobrar rápidamente dividendos no afecta el precio de cotización de las acciones de MANPA, mientras que un 20 por ciento opinó que si. El investigador infiere que la percepción de riesgo que pueda existir producto de la gran incertidumbre política y económica que vive Venezuela no ha impactado el precio de cotización de las acciones de MANPA, ya que es una compañía que sigue

generando confianza en sus accionistas, situación que puede constatarse, ver ítem3, con el pago constante de dividendos.

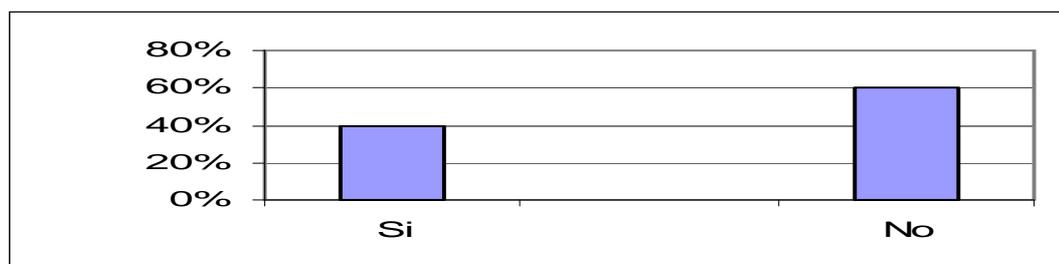
Ítem 16. ¿El precio de cotización de las acciones de MANPA es afectado por el valor informativo de los dividendos?

Tabla 16 Valor informativo de los dividendos

Alternativas	Frecuencia Absoluta	Frecuencia Relativa
Si	4	40%
No	6	60%
Total	10	100%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 16 Valor informativo de los dividendos



Fuente: Elaboración propia

El 60 por ciento de los encuestados expresaron que el precio de cotización de las acciones de MANPA no es afectado por el valor informativo de los dividendos, mientras que un 40 por ciento opinó que si. El investigador infiere que el pago de dividendos que realiza MANPA es un canal que envía

información positiva a los accionistas que les permite tener una idea de cuál es la situación actual y futura de la compañía.

Ítem 17. ¿Considera usted que el gravamen del 34 por ciento a los dividendos establecido en la Ley de Impuesto Sobre La Renta (ISLR) venezolana afecta el precio de cotización de las acciones de MANPA?

Tabla 17 Gravamen del 34 por ciento de los dividendos

Alternativas	Frecuencia Absoluta	Frecuencia Relativa
Si	0	0%
No	10	100%
Total	10	100%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 17 Gravamen del 34 por ciento de los dividendos



Fuente: Elaboración propia

De acuerdo a los resultados obtenidos, los encuestados en su totalidad expresaron que el gravamen del 34 por ciento a los dividendos establecido en la Ley de Impuesto Sobre La Renta (ISLR) venezolana no afecta el precio de cotización de las acciones de MANPA. Esta situación se origina porque no

se produce un impacto real para el accionista cuando cobra el dividendo y se le descuenta un porcentaje del 34 por ciento, ya que posteriormente, este impuesto retenido constituye un crédito fiscal que él puede rebajar de su Declaración de ISLR. En consecuencia, este gravamen no es un elemento que pueda influir de manera determinante en el precio de cotización de las acciones de MANPA.

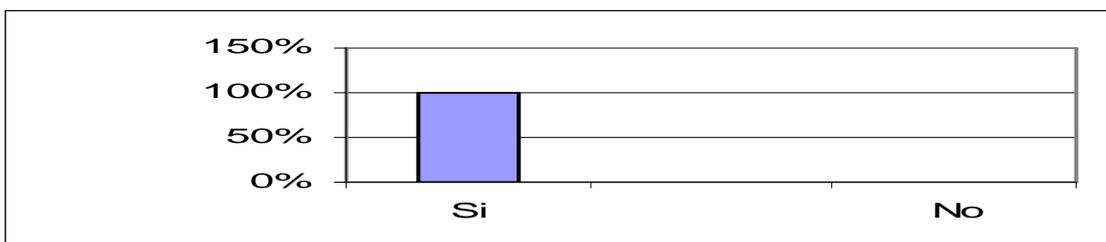
Ítem 18. ¿MANPA cumple con la Ley de Mercado de Valores?

Tabla 18 Cumplimiento Ley de Mercado de Valores

Alternativas	Frecuencia Absoluta	Frecuencia Relativa
Si	10	100%
No	0	0%
Total	10	100%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 18 Cumplimiento Ley de Mercado de Valores



Fuente: Elaboración propia

De acuerdo a los resultados obtenidos, los encuestados en su totalidad expresaron que MANPA cumple con la Ley de Mercado de Valores y se ratifica lo indicado por el autor en el ítem 4, de que MANPA es fiel cumplidora

de todos los requerimientos exigidos por esta normativa por lo siguiente: 1) el envío semestral de sus estados financieros a la Superintendencia Nacional de Valores (SUNAVAL), que le permite a este ente gubernamental conocer en todo momento la situación financiera de esta compañía y 2) las publicaciones que debe efectuar en dos de los principales diarios venezolanos con la finalidad de informar obligatoriamente las fechas y montos de los pagos de dividendos a repartir entre sus accionistas.

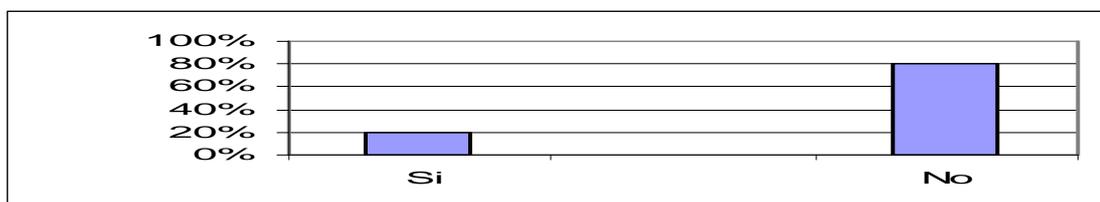
Ítem 19. ¿Las normativas legales venezolanas han afectado la política de pago de dividendos de MANPA?

Tabla 19 Normativas legales y el pago de dividendos

Alternativas	Frecuencia Absoluta	Frecuencia Relativa
Si	2	20%
No	8	80%
Total	10	100%

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 19 Normativas legales y el pago de dividendos



Fuente: Elaboración propia

En los resultados obtenidos, un 80 por ciento de los encuestados expresaron que las normas legales venezolanas no afectan la política de

pago de dividendos de MANPA, a diferencia de un 20 por ciento que opinó que sí. La política de pago de dividendos en MANPA se ha diseñado y ejecutado en función del Código de Comercio de Venezuela del año 1955 y especialmente, por la Ley de Mercado de Capitales, derogada en el mes de agosto de 2010 por la nueva Ley de Mercado de Valores, estas normas establecen los mecanismos de control para el cálculo y pago de dividendos, pero no limitan la libertad de las compañías para ejecutar estas políticas de pago de beneficios y el efecto mayor se puede visualizar en los diferentes requerimientos que se exigen para el envío de información financiera y anuncios de pagos de dividendos.

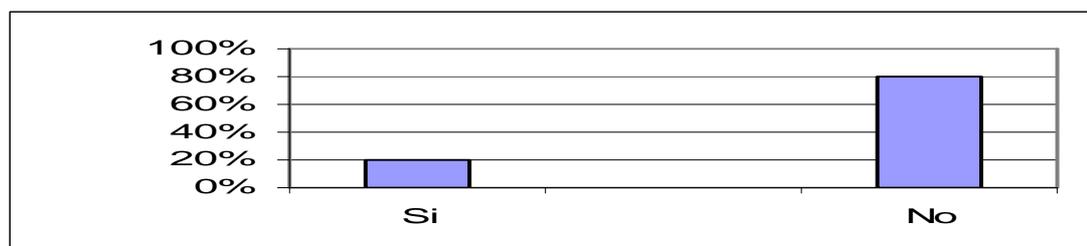
Item 20. ¿Los nuevos inversionistas compran acciones de MANPA porque desean un cobro inmediato de dividendos?

Tabla 20 Nuevos inversionistas y el pago de dividendos

Alternativas	Frecuencia Absoluta	Frecuencia Relativa
Si	2	20 %
No	8	80 %
Total	10	100 %

Fuente: Elaboración propia

Gráfico 20 Nuevos inversionistas y el pago de dividendos



Fuente: Elaboración propia

En los resultados obtenidos un 80 por ciento de los encuestados expresaron que los nuevos inversionistas compran acciones de MANPA porque no desean un cobro inmediato de dividendos, mientras que un 20 por ciento opinaron que si. El investigador ratifica lo indicado en el ítem 13, ya que todos los accionistas tienen un objetivo común como es el de maximizar el valor de su inversión y eso no se logra obteniendo el cobro de dividendos en el corto plazo sino invirtiendo en compañías rentables que genere suficientes flujos de caja para cumplir con sus operaciones normales y puedan destinar fondos para la ejecución de planes de inversión que le aseguren su permanencia en el mercado, tal es el caso de MANPA, una compañía que ha efectuado inversiones importantes para el desarrollo y diversificación de sus productos.

Pago de Dividendos y el Precio de Cotización de las Acciones de MANPA

A continuación se presenta un resumen de los precios de las acciones de MANPA con base al Índice Bursátil de la Bolsa de Valores de Caracas y su política de pago de dividendos, es importante destacar, que este examen se basó en la información de los precios de cierre de las acciones de esta compañía para los meses en los cuales se aprobaron, anunciaron y pagaron dividendos correspondientes a los años 2011, 2012, 2013 y 2014.

En el cuadro 5 puede observarse que el precio de cierre de cotización de las acciones de MANPA se ubicó en Bs. 1,90, sin presentar variación para el periodo examinado abril-mayo de 2011, en el cual esta compañía anunció el decreto y pagó el dividendo.

Cuadro 5 Pago de dividendo 2011 y precios de cierre de acción de MANPA

Año 2011	Fecha cotización de la acción	Precio de cierre cotización de la acción
Aprobación decreto dividendo junta directiva	29/04/2011	1,90
Aviso pago dividendo	30/04/2011	1,90
Movimiento	01/05 al 05/05/2011	1,90
Registro de accionistas	06/05/2011	1,90
Movimiento	07/05 al 12/05/2011	1,90
Pago de dividendo	13/05/2011	1,90
Movimiento del día	14/05/2011	1,90

Fuente: Elaboración propia a partir de la Bolsa de Valores de Caracas

En el cuadro 6 se presenta el precio de cierre de cotización de las acciones de MANPA para el período examinado abril-mayo de 2012, en el cual esta compañía anunció el decreto de dividendo, este precio se ubicó en Bs. 5, para la fecha de publicación del anuncio que cerró en Bs. 5,70 y para la fecha de pago en Bs. 5,50.

Cuadro 6 Pago de dividendo 2012 y precios de cierre de acción de MANPA

Año 2012	Fecha cotización de la acción	Precio de cierre cotización de la acción
Aprobación decreto dividendo junta directiva	27/04/2012	5,00
Movimiento	28/04 al 05/05/2012	5,00
Aviso pago dividendo	06/05/2012	5,70
Movimiento	07/05 al 10/05/2012	5,70
Registro de accionistas	11/05/2012	5,50
Movimiento	12/05 al 17/05/2012	5,50
Pago de dividendo	18/05/2012	5,50
Movimiento del día	19/05/2012	5,50

Fuente: Elaboración propia a partir de la Bolsa de Valores de Caracas

Al observar el cuadro 7 se presenta el precio de cierre de cotización de las acciones de MANPA para el periodo examinado abril-mayo de 2013, en el cual esta compañía anuncio el decreto y pago de dividendo, este precio se ubicó en Bs. 6,90, excepto, para la fecha del pago de dividendo que cerró en Bs. 6,30.

Cuadro 7 Pago de dividendo 2013 y precios de cierre de acción de MANPA

Año 2013	Fecha cotización de la acción	Precio de cierre cotización de la acción
Aprobación decreto dividendo junta directiva	26/04/2013	6,90
Movimiento	27/04 al 12/05/2013	6,90
Aviso pago dividendo	13/05/2013	6,90
Movimiento	14/05 al 19/05/2013	6,90
Registro de accionistas	20/05/2013	6,90
Movimiento	21/05 al 26/05/2013	6,90
Pago de dividendo	27/05/2013	6,30
Movimiento del día	28/05/2013	6,90

Fuente: Elaboración propia a partir de la Bolsa de Valores de Caracas

En el cuadro 8 se presenta el precio de cierre de cotización de las acciones de MANPA para el periodo examinado abril-junio 2014, en el cual esta compañía anunció el pago de dividendo, este precio presentó las siguientes variaciones: Bs. 13,05 para la fecha de aprobación del decreto, Bs. 12,00 para la fecha de publicación del anuncio de pago y Bs.11,10 para la fecha de pago de dividendo.

Cuadro 8 Pago de dividendo 2014 y precios de cierre de acción de MANPA

Año 2014	Fecha cotización de la acción	Precio de cierre cotización de la acción
Aprobación decreto dividendo junta directiva	30/04/2014	13,05
Movimiento	01/05 al 07/05/2014	13,05
Aviso pago dividendo	08/06/2014	12,00
Movimiento	09/06 al 12/06/2014	
Registro de accionistas	13/06/2014	12,00
Movimiento	14/06 al 19/06/2014	12,00
Pago de dividendo	20/06/2014	11,10
Movimiento del día	21/06/2014	11,10

Fuente: Elaboración propia a partir de la Bolsa de Valores de Caracas

Con base a la información presentada el investigador infiere que el anuncio de pago de dividendo de MANPA no afecta el precio su precio de cotización de acciones en la Bolsa de Valores de Caracas, ya que el accionista percibe el dividendo pagado como una señal de estabilidad financiera y en consecuencia, no se ve en la necesidad de recurrir al mercado de valores para vender sus acciones.

MANPA cumple con su política de pago de dividendos ya que representa un compromiso adquirido con sus accionistas nacionales y extranjeros, le concede toda la prioridad que lo amerita y más en las circunstancias actuales que existe gran inestabilidad e incertidumbre en Venezuela. Esta compañía sigue siendo rentable, generadora de fondos de efectivo y que gracias a su portafolio de productos la han convertido en una empresa líder en el mercado papelerero.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

De acuerdo con los resultados obtenidos en el análisis e interpretación de los datos se concluye que los objetivos del presente del trabajo de investigación fueron alcanzados en su totalidad, conforme a lo siguiente:

Manufacturas de Papel (MANPA) S.A.C.A., por ser una sociedad mercantil de capital abierto cumple con todas las exigencias establecidas en la Ley de Mercado de Valores, entre otras, la de establecer en sus estatutos sociales una política de dividendos que tenga como finalidad determinar los montos, frecuencia, forma de pago y oportunidad del reparto de utilidades, adicionalmente, cumple, con las disposiciones establecidas por la Superintendencia de Valores referentes a la divulgación anual y trimestral de sus estados financieros y la publicación de las fechas de decreto y pagos de de dividendos.

MANPA al identificar plenamente su política de pago de dividendos en sus estatutos sociales no sólo cumple con las normas que rigen el mercado de valores, sino que también garantiza que cualquier accionista pueda tener acceso a este tipo de información.

Con respecto a los factores que afectan la política de pago de dividendos de MANPA, tales como: existencia de liquidez, expectativas y presión de los inversionistas, preferencias de los accionistas, valor informativo de los dividendos y las normativas legales vigentes, se determinó que esta compañía a pesar de la grave situación económica que padece el sector privado y en general toda Venezuela, sigue generando suficientes fondos de efectivo, por ser un negocio rentable y estar en capacidad de elaborar y ofrecer una gran variedad de productos

en el mercado que le ha permitido seguir cumpliendo con su política de dividendos, que no es más que el compromiso adquirido con sus accionistas para garantizarles una inversión rentable en un entorno actual caracterizado por una gran incertidumbre, en este sentido, MANPA ha podido pagar sus dividendos sin necesidad de recurrir al financiamiento externo.

De igual manera, producto de la presión externa de los inversionistas e interna por parte de la alta gerencia, MANPA, consciente del valor informativo del pago de dividendos como una señal positiva que se transmite al mercado, ha enfocado sus esfuerzos para el decreto y pago de dividendos en efectivo, situación que le ha permitido gracias a su buen desempeño financiero generar confianza y tranquilidad a los accionistas, que en los actuales momentos prefieren este tipo de reparto de utilidades antes que decretar dividendos en acciones.

Referente al precio de las acciones de MANPA que se cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas, se concluye que éste no experimenta variaciones importantes cuando se decreta y paga el dividendo, la razón obedece a que la mayoría de los inversionistas mantienen sus acciones en la Bolsa de Caracas, de allí que no se producen transacciones importantes de compra y venta de acciones, consideran a MANPA una compañía sólida en el mercado papelerero con muchos años en Venezuela, que ejecuta anualmente su política de pago de dividendo y que al repartir utilidades no sólo está enviando una señal positiva de su desempeño actual, sino de su capacidad para seguir generando beneficios futuros.

Asimismo, con base a los resultados obtenidos en la presente investigación se plantean las siguientes recomendaciones:

Se sugiere que MANPA efectúe una revisión de su política de pago de dividendos, ya que dada la situación política y económica de Venezuela, y específicamente, por el grave problema de abastecimiento de materia prima importada que está padeciendo, es necesario que se revise y se sincere el monto del dividendo a decretar con la finalidad de poder cumplir con los accionistas sin comprometer la estabilidad financiera de la compañía.

Se recomienda a la alta gerencia de MANPA, buscar un equilibrio en su política de pago de dividendo que no sólo satisfaga las expectativas de sus accionistas, sino a la orientación de recursos en actividades de inversión que le permitan mantenerse en el mercado papelerero venezolano.

Finalmente, MANPA necesita efectuar un estudio del comportamiento del precio de cotización de sus acciones en la Bolsa de Valores de Caracas cuando se decretan y pagan dividendos, situación que le permitirá determinar cuáles factores internos o externos pueden afectar el valor de mercado de estas acciones.

LISTA DE REFERENCIAS

Arias, Fidas (2006). **El Proyecto de Investigación**. Editorial Epísteme. Caracas.

Avellaneda, Carmenza (1996). **Diccionario Bilingüe de Términos Financieros**. McGraw-Hill Interamericana. Colombia.

Balestrini, Mirian (2006). **Cómo se elabora el Proyecto de Investigación**. Consultores Asociados. Caracas.

Besley, Scoth y Brigham, Eugene (2007). **Fundamentos de Administración Financiera**. McGraw-Hill Interamericana. México.

Brealey, Richard y Myers, Stewart (1996). **Manual de Finanzas Corporativas**. McGraw-Hill Interamericana. Colombia.

Cañizales, Yanida (2014). **Agencias Reguladoras: Autonomía de la Superintendencia Nacional de Valores de Venezuela (2009-2011)**. Trabajo de Grado Doctoral no Publicado. Universidad Simón Bolívar Caracas – Venezuela. Disponible: <https://ve.linkedin.com/pub/yanida-cañizales-tancredi/2a/626/2a9>. Consulta: 2015, febrero 24

Código de Comercio de Venezuela. **Gaceta de la República de Venezuela Número 475, Extraordinaria**. Diciembre 21, 1955. Caracas.

Constitución de la República Bolivariana de Venezuela. **Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela Número 36.860**. Diciembre 30, 1999. Caracas.

Ehrhardt, Michael y Brigham, Eugene (2007). **Finanzas Corporativas**. Cengage Learning Editores. México.

Emery, Douglas, Finnerty, John y Stowe John (2000). **Fundamentos de Administración Financiera**. Pearson Educación. México.

Garay, Urbi y González, Maximiliano (2006). **Fundamentos de Finanzas**. Ediciones IESA. Venezuela.

García, Simón (2012). **El contenido informativo de los anuncios de dividendos y la reacción del precio de las acciones: Perú 2001-2010**. Trabajo de Grado no Publicado. Universidad Nacional Mayor de San Marcos Lima – Perú. Disponible: http://cybertesis.unmsm.edu.pe/bitstream/cybertesis/2855/1/garcia_gs.pdf. Consulta: 2015, marzo 01

Hurtado, Jacqueline (2007). **El proyecto de investigación. Metodología de la Investigación Holística**. Quirón Ediciones. 5ta. Edición. Caracas.

[Http://www.sunaval.gob.ve/](http://www.sunaval.gob.ve/) **Superintendencia Nacional de Valores de Venezuela** [Consulta: 2010, marzo 15].

Gitman, Lawrence y Gitman, Larry (2003). **Principios de Administración Financiera**. Pearson Educación. México.

Ley de Impuesto Sobre La Renta. **Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela Número 6.152 Extraordinario**. Noviembre 18, 20147. Caracas.

Ley de Mercado de Valores. **Gaceta Oficial de la República de Venezuela Número 39.546**. Noviembre 05, 2010. Caracas.

Méndez, Carlos (2005). **Metodología. Diseño y Desarrollo del Proceso de Investigación**. McGraw-Hill Interamericana. Colombia.

Neira, Andrea (2013). **Efecto de las restricciones financieras en las decisiones de financiamiento e inversión: El caso de Chile**. Trabajo de

Grado no Publicado. Pontificia Universidad Católica de Chile Santiago – Chile. Disponible: <http://repositorio.uc.cl/xmlui/handle/123456789/4980>. Consulta: 2015, marzo 03

Ortiz, Billy (2013). **Valoración de la Bolsa Mercantil de Colombia S.A.** Trabajo de Grado no Publicado. Universidad EAFIT Bogotá – Colombia Disponible:https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/2972/Billy_OrtizZambrano_2014.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Consulta: 2015, marzo 06

Palella, Santa y Martins, Feliberto (2003). **Metodología de la Investigación Cuantitativa.** Fondo Editorial de la Universidad Pedagógica Experimental Libertador. Caracas.

Sampieri, Roberto, Fernández, Carlos, Baptista, Pilar, Méndez, C. (2008). **Metodología de la Investigación.** 0McGraw-Hill Interamericana. México.

Van Horne, James y Wachowicz, John (2003). **Fundamentos de Administración Financiera.** Pearson Educación. México.

Weiss, Carol (2008). **Investigación Evaluativa: Métodos para determinar la eficiencia de los programas de acción.** Editorial Trillas. México.

ANEXOS

ANEXO A
INSTRUMENTO DE RECOLECCIÓN DE DATOS
EL CUESTIONARIO



UNIVERSIDAD DE CARABOBO
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES
DIRECCIÓN DE POSTGRADO
CAMPUS LA MORITA



Estimado Señor (a):

Agradezco su colaboración y atención al contestar el presente estudio de opinión, el cual está dirigido al personal que labora en la Vicepresidencia Corporativa de Finanzas de Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA) S.A.C.A., el resultado será empleado para evaluar la política de pago de dividendos y su efecto en el valor de mercado de las acciones de ésta compañía, por la cual garantizamos confidencialidad y discreción en la obtención y uso de la información obtenida.

Las opiniones por ustedes suministradas sólo se utilizarán para fines investigativos y no serán divulgadas sin su aprobación, reitero el apoyo que puedan prestarme.

Gracias de antemano.

Atentamente,

Yoel Aguilar
(Responsable de la encuesta)

Tlf:

Celular No:

E-mail:

Lea cuidadosamente las siguientes instrucciones:

- No se requiere que esta encuesta sea identificada con sus datos personales.
- Lea cuidadosamente cada una de las preguntas.
- Conteste objetivamente, lo que a su criterio corresponde con la información que considere pertinente, marcando con una "X", sólo una de las opciones señaladas.
- Una vez culminado el llenado de la encuesta, favor devolver a su emisor.

ITEMS	ENUNCIADO	SI	NO
1	¿Se aplica alguna política de pago de dividendos en MANPA?		
2	¿Existe algún procedimiento para el pago de dividendos de MANPA?		
3	¿MANPA paga con frecuencia dividendos en efectivo a sus accionistas?		
4	¿La gerencia financiera de MANPA cumple con los requisitos legales para el pago de dividendos?		
5	¿La disponibilidad de efectivo afecta la política de pago de dividendos de MANPA?		
6	¿MANPA recurre al financiamiento externo para pagar los dividendos a sus accionistas?		
7	¿MANPA aplica un porcentaje constante a las utilidades para el cálculo de los dividendos a pagar?		
8	¿Se compran acciones de MANPA para obtener futuras ganancias de capital?		
9	¿Los accionistas prefieren dividendos en acciones?		
10	¿Existe presión por parte de los accionistas de MANPA para cobrar una mayor cantidad de dividendos?		
11	¿Para los accionistas de MANPA un mayor cobro de dividendos constituye una señal de la salud financiera de la compañía?		
12	¿Las oportunidades de inversión afectan la política de dividendos de MANPA?		
13	¿Considera usted que el valor de mercado de las acciones de MANPA es determinado únicamente por la generación de utilidades?		
14	¿La política de pago de dividendos de MANPA causa algún efecto en el valor de mercado de sus acciones?		

ITEMS	ENUNCIADO	SI	NO
15	¿La percepción de riesgo de los accionistas por no cobrar rápidamente dividendos puede afectar el valor de mercado de las acciones de MANPA?		
16	¿El valor de mercado de las acciones de MANPA es afectado por el valor informativo de los dividendos?		
17	¿Considera usted que el gravamen del 34% a los dividendos establecido en la Ley de Impuesto Sobre La Renta (ISLR) venezolana afecta el valor de mercado de las acciones de MANPA?		
18	¿MANPA cumple con la Ley de Mercado de Capitales?		
19	¿Las normativas legales venezolanas han afectado la política de pago de dividendos de MANPA?		
20	¿Los nuevos inversionistas compran acciones de MANPA porque desean un cobro inmediato de dividendos?		

ANEXO B
INSTRUMENTO DE RECOLECCIÓN DE DATOS
LA GUÍA DE OBSERVACIÓN

Datos del Registro Mercantil de la Compañía

Datos del Documento Constitutivo:

Nombre o Razón Social: _____

Dirección: _____

Objeto del Negocio: _____

Fecha de Constitución: _____ Número: _____ Tomo: _____

Capital Social Autorizado: _____

Capital Social Suscrito y pagado: _____ Número de Acciones: _____

Duración de la compañía: _____

Datos de la última modificación del Registro Constitutivo

Fecha de Modificación: _____ Número: _____ Tomo: _____

Política de Pago de Dividendos

¿Posee Política de Dividendos? Si _____ No _____

Número y transcripción del estatuto del Registro Mercantil:

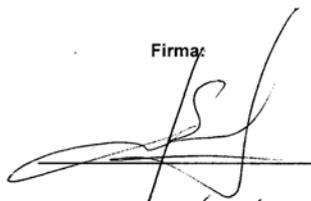
ANEXO C
VALIDACIÓN DE EXPERTOS

Constancia de Validación

Quien suscribe, María E Méndez, titular de la cédula de Identidad N° , 7262367 ; mediante la presente hago constar que las técnicas e instrumentos de recolección de datos del Trabajo de Investigación titulado “**La Política de Pago de Dividendos y el Precio de Cotización de las Acciones con base al Índice Bursátil Caracas del Sector Papelero, Caso Estudio: Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA)**”, cuyo autor es el Lic. **Yoel A. Aguilar C**; titular de la cédula de Identidad N° V- 7.255.987 y aspirante al título de Magíster en Administración Mención Finanzas, reúne los requisitos suficientes y necesarios para ser aplicados en el logro de los objetivos que se plantean en la investigación.

Atentamente,

Firma:



Fecha : 15/04/2015

Constancia de Validación

Quien suscribe, ADRIANA LUGO HOLMQUEST, titular de la cédula de Identidad N° , 7 271.933 ; mediante la presente hago constar que las técnicas e instrumentos de recolección de datos del Trabajo de Investigación titulado "La Política de Pago de Dividendos y el Precio de Cotización de las Acciones con base al Índice Bursátil Caracas del Sector Papelero, Caso Estudio: Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA)", cuyo autor es el Lic. Yoel A. Aguilar C; titular de la cédula de Identidad N° V- 7.255.987 y aspirante al título de Magister en Administración Mención Finanzas, reúne los requisitos suficientes y necesarios para ser aplicados en el logro de los objetivos que se plantean en la investigación.

Atentamente,

Firma:



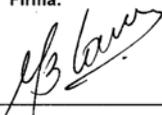
Fecha : Abril 2015

Constancia de Validación

Quien suscribe, Mucido Blanco, titular de la cédula de Identidad N° , 4368061 ; mediante la presente hago constar que las técnicas e instrumentos de recolección de datos del Trabajo de Investigación titulado "La Política de Pago de Dividendos y el Precio de Cotización de las Acciones con base al Índice Bursátil Caracas del Sector Papelero, Caso Estudio: Manufacturas de Papel, C.A. (MANPA)", cuyo autor es el Lic. Yoel A. Aguilar C; titular de la cédula de Identidad N° V- 7.255.987 y aspirante al título de Magister en Administración Mención Finanzas, reúne los requisitos suficientes y necesarios para ser aplicados en el logro de los objetivos que se plantean en la investigación.

Atentamente,

Firma:



Fecha : 4/15

ANEXO D
CONFIABILIDAD DEL INSTRUMENTO

COEFICIENTE DE CONFIABILIDAD KUDER - RICHARSON (KR-20)

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	TOTAL
1	1	1	1	1	0	0	1	0	1	0	1	0	0	1	0	1	0	1	0	0	10
2	1	1	1	1	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	1	0	8
3	1	1	1	1	0	1	0	1	0	1	1	1	0	0	0	1	0	1	0	0	12
4	1	1	1	1	0	1	0	1	0	0	0	0	0	1	1	1	0	1	0	0	9
5	1	1	1	1	0	1	1	1	0	0	1	0	0	0	1	0	0	1	0	1	11
6	1	1	1	1	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	1	8
7	1	1	1	1	1	1	0	1	1	0	1	0	0	1	0	0	0	1	1	0	12
8	1	1	1	1	0	1	0	1	0	0	1	0	0	0	0	1	0	1	0	0	9
9	1	1	1	1	0	1	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	8
10	1	1	1	1	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1	0	0	7
Total Resp.Afirmativas	10	10	10	10	2	6	2	8	2	1	9	1	1	2	2	4	0	10	2	2	

P	1,00	1,00	1,00	1,00	0,20	0,60	0,20	0,80	0,20	0,10	0,90	0,10	0,10	0,20	0,20	0,40	0,00	1,00	0,20	0,20	0,20
Q	0,00	0,00	0,00	0,00	0,80	0,40	0,80	0,20	0,80	0,90	0,10	0,90	0,90	0,80	0,80	0,60	1,00	0,00	0,80	0,80	0,80
PXQ	0,00	0,00	0,00	0,00	0,12	0,21	0,12	0,12	0,12	0,05	0,05	0,05	0,05	0,12	0,12	0,21	0,00	0,00	0,12	0,12	0,12

SUMATORIA PXQ	1,58
VARIANZA	3,16
KR-20	0,52

$$20,00 \times 1,00 - 1,58 = 19,00$$

$$1,05 \times 1,00 - 0,50 = 1,05$$

$$= 0,524$$