



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas
Biblioteca "Alfredo L. Palacios"



Valor económico de la empresa y precio de las acciones

Marsimian, Miguel Angel

1995

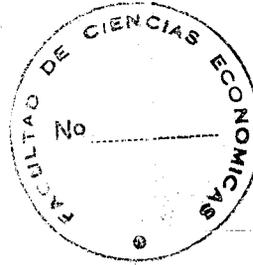
Cita APA:

Marsimian, M. (1995). Valor económico de la empresa y precio de las acciones. Buenos Aires : Universidad de Buenos Aires.

Facultad de Ciencias Económicas. Escuela de Estudios de Posgrado

Este documento forma parte de la colección de tesis de posgrado de la Biblioteca Central "Alfredo L. Palacios". Su utilización debe ser acompañada por la cita bibliográfica con reconocimiento de la fuente.

Fuente: Biblioteca Digital de la Facultad de Ciencias Económicas - Universidad de Buenos Aires



Secretaría de Posgrado
Facultad de Ciencias Económicas

017-0109

**UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES
FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS
POSGRADO EN ADMINISTRACION FINANCIERA**

Col. 1502/0319 

TRABAJO FINAL.

TITULO: VALOR ECONOMICO DE LA EMPRESA Y PRECIO DE LAS ACCIONES

AUTOR: MIGUEL ANGEL MARSIMIAN

CATALOGADO

BUENOS AIRES, MAYO DE 1995

*Top. G.3382, d.412
MIV
Trab. Posgr.*

INTRODUCCIÓN

El estudio de procedimientos y técnicas que permitieran una mejor asignación de recursos económicos y humanos, posibilitó el desarrollo de la Ciencia de la Administración, y dentro de ésta a la Administración Financiera como una de las especialidades que contribuyera al logro de los objetivos de eficiencia en el manejo de aquellos recursos.

El curso exigente de los negocios merced a una atención mas especializada de las necesidades del público consumidor, el incremento de la competencia a todo nivel, el crecimiento y globalización del sistema financiero y bancario y su integración a nivel mundial, la evolución en las técnicas de producción que mejoraron notablemente la magnitud de los niveles de oferta sin desmedro de la calidad del producto final, las comunicaciones internacionales acertadas a escasos minutos de un punto a otro del planeta más la integración de todos los países luego de cambios políticos que dieron por tierra las ideologías que por años separaron a la humanidad, mas que justificó el nacimiento de lo que H. Simon describió como la “Nueva Ciencia de la Administración”.

La Administración Financiera, cuyo objetivo primordial se halla en estudiar técnicas capaces de describir los fundamentos de la empresa, conceptualizada como la combinación eficaz de recursos, que mediante la apropiada labor del empresario, permiten generar rendimientos comparativamente más substanciales que los que podríanse lograr en forma separada de la asociación de cada factor de producción se basa en tres decisiones que fundamentan su existencia y que deben ser consistentes entre si para lograr el objetivo deseado: Decisiones de inversión, Decisiones de financiamiento, y Decisiones de política de dividendos. Todas estas decisiones adecuadamente combinadas permiten “incrementar el Valor presente de la empresa, descontado a la tasa de costo del capital”(Ezra Solomon dixit).

El presente ensayo tratará de identificar el concepto de “valor” al cual se refiere el objeto de estudio de la Administración Financiera, dado que a lo largo y ancho de la frondosa bibliografía que existe en esta materia, se dan por sentados principios que en mi opinión no guardan coherencia o no están debidamente sustentados o no guardan relación con los procesos praxeológicos que originan las relaciones de intercambio humano.

Se verá tal vez una construcción demasiado teórica, que no cumple con los fundamentos de las relaciones de mercado, y que trataré de explicar en

detalle para observar los errores que tratadistas prestigiosos han cometido en esta específica conceptualización. En ese aspecto demandó una profunda lectura entre líneas de cada teoría, de cada afirmación y de cada ejemplo práctico de aplicación.

Debemos separar los conceptos. Por un lado se identificará el que corresponde a Valor, en sus dos dimensiones: el valor objetivo que surge de mediciones cuantitativas reflejadas en los estados contables, casi siempre determinado en base a su valuación histórica como una proyección surgida de las estadísticas y la historia económica, y otro valor que denominaremos subjetivo, determinado por todos los interesados en una empresa, focalizando su determinación en los rendimientos futuros esperados de la misma, fundamento de su existencia. Por otro lado estudiaremos el concepto de Precio que a mi juicio no guarda relación matemática alguna con el valor actual neto de los dividendos, afirmación más que conocida de la teoría administrativa. El Precio lo identifiqué con una tasa de intercambio que surge de la negociación entre oferentes y demandantes, basado en los juicios subjetivos que se forman aquellos, que sí tiene una vinculación con los rendimientos esperados, pero que no puede ser cuantificada. Si bien los rendimientos esperados colaboran en la formación de la opinión de aquellos, cada cual tiene su propia apreciación del valor de la empresa y el precio que está dispuesto a pagar por una acción. La posición extrema de analizar que pasaría si todo el mundo pensara exactamente lo mismo respecto del valor, nos ubicaría ante la presencia de una incongruencia: no habría mercado de valores.

En las profundidades de las distintas teorías trataré de analizar cual posición es la que determina el precio de mercado, dando por cierto que el Precio se determina de esa forma. Trataré de analizar como influyen las expectativas de los inversores en el mercado de valores, si estos tienen en cuenta las previsiones acerca de las utilidades operativas, o si es más preponderante la preferencia por dividendos de pago fijo. Una cuestión importante a determinar, es si el precio de mercado responde a una única posición concordante con alguna de las posturas que asuma el inversor, o es un "promedio" entre las distintas posiciones. Una de las proposiciones a demostrar es que no existe una única posición referente a expectativas. Hay inversores que prefieren utilidades de capital realizadas mediante la venta posterior, otros prefieren pagos periódicos fijos, otros liquidan su inversión por razones de efectivo, etc. El Precio se verá afectado por todas estas posiciones simultáneas, pero cuál de ellas es preponderante, se desconoce. Tampoco es importante determinarlo, porque no es ámbito de

la Administración Financiera, estudiar los gustos y preferencias de los inversores, sino más bien analizar las consecuencias de sus decisiones, ajustando las políticas de la empresa.

En la primera parte se analizará el concepto de precio, su determinación sustentada en la teoría del valor marginal, y confrontada con las tesis que lo identifican como un subproducto de la experiencia estadística. Se definirá el proceso que desata el mercado entre oferentes y demandantes y la formación de los precios en competencia.

Al respecto se hará una síntesis que nos permitirá obtener conclusiones sobre las causas que influyen sobre los movimientos del mercado, cómo el empresario realiza sus cálculos para determinar el precio de una cosa y los costos asociados para obtener el rédito. Un aspecto de significativa trascendencia será analizar la existencia de los precios de equilibrio, normales u obtenidos en condiciones de reposo de la economía.

En la segunda parte nos adentramos en el proceso que se desarrolla en el mercado de valores de títulos y acciones, observando analogías con los distintos mercados de la economía en la determinación de los precios. Este será el lugar apropiado para probar las teorías que hablan acerca de la equivalencia de los dividendos futuros descontados, con respecto al precio que surge del libre juego de oferta y demanda.

Los tratadistas, casi al unísono vienen interpretando el Precio como el valor actual de los dividendos. Se analizará cada proposición tratándose de desmistificar esa relación que para nada es equivalente. Serán repasadas las tesis tradicionales y la de Modigliani y Miller, sus analogías, diferencias y las principales críticas que se puedan realizar.

Mediante sencillos ejemplos probaremos cada teoría con la opinión generalizada en la práctica; veremos que la proposición teórica no respeta las relaciones del mercado y la opinión de los inversores.

En la tercera parte nos interesará analizar cómo en la práctica se determinan los valores de transferencia de empresas, que aspectos se tienen en cuenta para determinar un precio de adquisición cuando se trate de transferir la propiedad de una empresa. Será interesante observar como funciona la valuación y si el precio de mercado es o no una señal clara para tener en cuenta en la valuación. La pregunta clave es, en qué focaliza su atención el inversor que desea adquirir un paquete mayoritario: el precio de la acción, el valor de sus activos, la capacidad de generar recursos operativos, etc.

Las conclusiones finales nos guiarán nuevamente al objetivo de la Administración Financiera y su posible redefinición, tarea en principio

taxativa que requiere una solución congruente con el objetivo empresarial. Para el administrador financiero constituirá una fuente que facilite su comportamiento. Seguramente no se podrá colaborar suministrando recetas a aplicar en cada situación particular, pero he aquí el fundamento mismo de una ciencia social donde quienes intervienen son seres humanos con objetivos personales, no cuantificables.

CONCEPTO DE VALOR Y PRECIO.

Una de las primeras definiciones que debemos encarar a los efectos de dirigirnos ordenadamente a la salida buscada, consiste en identificar con precisión y distinguir convenientemente los conceptos VALOR Y PRECIO. Partiremos de la base que su conceptualización es aplicable a toda clase de bienes económicos, sean estos activos tangibles o líquidos, como así también cualquier título representativo de la propiedad de derechos sobre ganancias que prometa una sociedad comercial.

El ser humano al actuar en la vida de relación aprecia las cosas que lo circundan según su mayor o menor idoneidad para suprimirle el malestar o simplemente para satisfacerle una necesidad. Frente a las necesidades a satisfacer el hombre ordena una escala de todas las cosas en función de su idoneidad para incrementar la satisfacción propia. Las necesidades también son ordenadas en función de la urgencia con que el hombre desea atenderlas. Teniendo esas dos escalas ordenadas, una de ellas podemos decir "ilimitada" (por sus necesidades) y la otra limitada (los recursos escasos para satisfacerlas), se establecen relaciones de orden entre los componentes de cada escala, solucionando el dilema de cuántos recursos destinará para satisfacer cada necesidad.

Cada porción de recursos destinado a satisfacer una necesidad no es valorado uniformemente, dado que a medida que las necesidades son satisfechas, decrece el valor subjetivo que el hombre dispone para el recurso seleccionado.

La mayor o menor disponibilidad de recursos determina el valor asignado a cada porción que destine para satisfacer las escala de necesidades; de esta forma el hombre al actuar supone que determinada cosa va a incrementar su bienestar. A tal potencialidad la denominaremos UTILIDAD del bien en cuestión.

No obstante debemos plantear una paradoja inevitable. Cada bien destinado a satisfacer necesidades tiene una utilidad per se, consistente en el efecto que este pueda producir. Aquí tenemos un sentido de utilidad que denominaremos OBJETIVO, que es equivalente para cada porción del bien en que este pueda dividirse.

Para la gente la utilidad de un bien está en función de ciertos efectos deseados que el bien pueda producir. A medida que las necesidades son satisfechas, surgen otras necesidades a atender con los mismos bienes, provocando una alteración súbita en el concepto de utilidad SUBJETIVA que la gente se forma de éstos. Por otra parte pueden existir bienes que

estarían en perfectas condiciones de satisfacer las mismas necesidades, a los cuales por el contrario, no se les otorga valor alguno, por cuanto la gente ignora dicha potencialidad.

La paradoja antedicha puede sintetizarse así: existen bienes cuya utilidad objetiva es mayor, pero se los valora en menos respecto de otros. Es el caso típico que se presenta cuando debemos dilucidar por qué vale más el oro que el hierro. El error en el planteamiento del problema es el que causa el dilema.

El hombre al actuar, nunca se ve en el caso de escoger entre todo el oro y todo el hierro del mundo. En un determinado lugar y tiempo, bajo condiciones definidas, hace su elección entre una cierta cantidad de oro y una cierta cantidad de hierro. En la práctica lo único que cuenta para el hombre es si, bajo específicas condiciones concurrentes estima más útil la satisfacción que pueda provocarle un kilogramo de oro que un kilogramo de hierro. Por lo tanto no se está formulando ningún juicio académico en torno al valor absoluto del oro o del hierro. En modo alguno se plantea el caso si para la humanidad importa más el oro que el hierro. “En la esfera del valor y las valoraciones no hay operaciones aritméticas; en el terreno de los valores no existe el cálculo ni nada que se le asemeje”. “Al enfrentarse con el problema de qué valor deba ser atribuido a una porción de cierto conjunto homogéneo, el hombre resuelve de acuerdo con el valor correspondiente al cometido de menor interés que atendería con una unidad si tuviera a su disposición las unidades todas del conjunto, es decir, decide tomando en cuenta la utilidad marginal”. (1).

Se valoran los bienes porque son útiles para la satisfacción de necesidades. Esto nos llevaría a pensar que la utilidad es la condición que otorga valor a las cosas. Nada más erróneo que suponer esto. Existen bienes en la naturaleza muy útiles como el agua, el aire, etc. que son imprescindibles para la vida, pero que carecen de valor y por lo tanto nadie pagaría un precio por ellos. Esto nos haría suponer que la escasez es la condición necesaria para hacer susceptible de valor a los bienes económicos. Deberíamos analizar una lista interminable de bienes que hoy escasean y que tienen un ínfimo o nulo valor. Esto no quita que esos bienes vuelvan a tener valor en algún momento futuro. Lo que importa para la teoría del mercado es la expectativa que hoy se forjan los consumidores respecto del futuro estado del mercado.

Para Carl Menger el fenómeno vital que llamamos valor de los bienes surge de la relación entre necesidad y cantidad disponible de bienes. En otras palabras, utilidad y escasez, ambas cualidades subjetivas

combinadas entre sí, establecen el valor en la mente de los seres humanos.

Los bienes que son útiles para alcanzar determinados fines carecen de valor cuando hay superabundancia de ellos. Cada unidad adicional satisface una necesidad menos importante. Aquella unidad marginal que sobrepasa el límite de la última necesidad a satisfacer, pierde totalmente valor y quita valor a todas las unidades disponibles de ese bien.

De la necesidad del intercambio de bienes surge el concepto de PRECIO. La disímil valoración entre quienes intercambian bienes origina una tasa en que las partes se ponen de acuerdo para negociar. Compradores y vendedores valoran en más lo que van a recibir que el bien que van a entregar a cambio. En caso contrario, no hay posibilidad de intercambio. El tipo, paridad o precio no es el resultante de una identidad valorativa, sino consecuencia de disímiles valoraciones. Pero la teoría del mercado no puede determinar cual será el módulo de intercambio, tanta cantidad de un bien, por tanta cantidad de otro. Esta relación solo es determinada por los interesados. “ La reiteración de individuales actos de intercambio va paso a paso engendrando el mercado. La multiplicación de actos de intercambio y la ampliación del número de oferentes y demandantes, reduce el margen que separa las mutuas valoraciones. La aparición del medio por el cual se hace el intercambio indirecto, o sea el dinero, hace que se distingan dos operaciones: una de compra y otra de venta. La divisibilidad ilimitada del dinero permite precisar con la máxima justeza esos tipos de intercambio que todo el mundo expresa mediante precios monetarios”(2).

Pero el mercado que así se forme que es real y humano, no es perfecto. Se carece de plena información que haría que las partes mejoraran los términos de intercambio. Al estar el mercado formado por personas cuya información acerca de las mutaciones ocurridas es dispar, y aún poseyendo idénticos conocimientos los interpreta de modo diferente, hace que desde la mente del economista, se tilde a la operación de imperfecta o no racional. Los cambios de datos solo por unos pocos son percibidos, y además no hay unanimidad cuando se trata de prever los efectos que tales variaciones provocan. Los más avisados sacan ventajas comprando barato y vendiendo caro. “Todo el mundo en su afán de obtener utilidad genera la especulación que mueve al mercado y la que impulsa la producción” (3). Cada persona comprando o dejando de comprar y vendiendo o dejando de vender contribuye a la formación de los precios.

De los conceptos disimiles y convergentes de VALOR y PRECIO se deriva la ley de la oferta y la demanda. Un bien que se demanda tiene valor; hace que haya oferentes que traten de satisfacer a los demandantes y esto hace necesario el establecimiento de un precio o tipo de intercambio entre ellos. Hay precio cuando la oferta es escasa frente a la demanda actual y potencial.

En unas pocas palabras: hay precio porque hay oferta y demanda de un bien determinado. Hay oferta y demanda de ese bien porque hay gente que lo necesita por alguna razón y debe proveérselo de alguien. La necesidad de satisfacción y la escasez hace que un bien sea valorizado. El precio es una señal del mercado que indica la insuficiencia de un bien frente a una demanda que lo desborda. Precios altos indican necesidades insatisfechas, escasez de oferta, y por lo tanto altas ganancias para los empresarios que se decidan a satisfacerlas.

CONCLUSIONES:

El valor que le adjudicamos a cualquier bien es el que cada persona le atribuye en función de su propia escala de necesidades a satisfacer.

El precio que estaremos dispuestos a pagar, o sea la entrega de otro bien a cambio, será siempre inferior a ese valor. De no ser así, no habría intercambio posible.

Al existir un intercambio indirecto, será necesario tomar en cuenta el poder adquisitivo de la moneda, que desde otro punto de vista, es el "precio" del dinero, o sea la cantidad de bienes que la otra parte entregue a cambio de éste. El dinero es por lo tanto, un bien económico más que goza de las características que le son propias a cualquier bien: escasez y utilidad marginal. De no poseer valor subjetivo, no sería posible intercambio alguno.

El valor es una cualidad anterior a los costos de producción, y no a la inversa. Se incurre en costos cuando el bien a producir vale, se supone o se espera que valga. Nunca a la inversa. La tan comentada afirmación de que los precios se determinan a partir de los costos de producción más un margen de ganancia, es una falacia. El valor no está intrínseco en las cosas, sino que la gente se lo atribuye de acuerdo a sus particulares necesidades y preferencias, de acuerdo a su propia escala subjetiva.

El precio siempre refleja una posición ventajosa para ambas partes, ya que se ubica por encima de la valoración del vendedor y por debajo de la valoración del comprador. Es la síntesis que se determina en una banda de mínima y máxima valoración según el punto de vista de quien se trate.

NOTAS:

- (1) VON MISES, L.: "La acción Humana" pág. 198
- (2) BOHM BAWERK, E.: "Capital e interés" cap. II
- (3) VON MISES, L.: op. cit. pag 497

EL MERCADO DE VALORES Y LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

Entrando en materia debemos precisar algunos conceptos referentes a los movimientos y especulaciones que se generan en el mercado de valores. Quienes operan en este mercado lo hacen persuadidos de obtener utilidades provenientes de un capital invertido bajo condiciones de riesgo. Ello lleva implícita la factibilidad de perder dinero dadas esas condiciones de incerteza en donde se desenvuelve un mercado de valores. Este mercado, en su esencia, no deja de ser como cualquier otro mercado. Se especula con los precios de las “mercaderías” que se ofrecen en él. Por lo tanto los mencionados operadores intentarán comprar barato estimando en alza la futura situación del mercado. Su parámetro para medir esa especulación se basa en una tasa deseada de rentabilidad, que obviamente deberá compensar el riesgo que asume y ser más atractiva que otras inversiones alternativas.

Esa rentabilidad puede materializarse de distintas formas. Habrá inversores que esperarán liquidar su inversión en tiempo futuro a un precio superior. Habrá inversores que esperarán confiados el pago de dividendos. Habrá inversores que necesiten hacerse de efectivo y estarán dispuestos a vender a un precio más bajo que el estimado originalmente, a cambio de no perder otra oportunidad de inversión o tan solo para pagar alguna deuda.

Como vemos en un mercado de valores coexisten inversores con diversos objetivos. No existe precisamente el tan mentado inversor racional. Quien decide vender a un precio inferior con un evidente quebranto en la operación, no puede tildarse de irracional si los fondos obtenidos de esa liquidación se destinan a los fines que este disponga. Los inversores al unísono no tienen las mismas perspectivas acerca del futuro estado del mercado. El precio de un título será solamente eso: una razón de intercambio entre personas que valoran en forma distinta los bienes que poseen y los que van a entregar a cambio. Si todo el mundo tuviera la misma perspectiva del mercado de valores, todos actuarían de la misma forma, lo que supone la inexistencia de mercado alguno.

La teoría de la Administración Financiera se ha desarrollado alrededor del objetivo del accionista de maximizar el VALOR de los títulos o acciones

que coticen en el mercado. A partir de este objetivo primario, se han tejido definiciones más o menos precisas para identificar cómo se llega a él. Pero se da por sentado que el PRECIO de la acción que cotiza tiene una vinculación con el pago de dividendos siendo aquel el resultado de actualizarlos por una tasa de rendimiento requerida por los accionistas. La empresa debería llevar a cabo proyectos que maximicen ese precio, consecuencia de una expectativa favorable en cuanto al pago de dividendos.

La disyuntiva gira en torno a dilucidar si la política de dividendos afecta o no el VALOR de una empresa, medido éste por el precio de las acciones que cotizan en el mercado.

Para Brealey y Myers el primer paso hacia la comprensión de la política de dividendos es reconocer que el término significa diferentes cosas para personas diferentes. Por tanto sugieren comenzar definiendo qué entendemos por VALOR. Suponiendo que las políticas de inversión son independientes de la forma en como se financien, en ese caso un buen proyecto es un buen proyecto, independientemente de quien lo realice o de como definitivamente se financie.

Identificamos dos conceptos de VALOR claramente diferenciados:

VALOR OBJETIVO: También denominado valor de uso, es la capacidad intrínseca que tiene un bien de satisfacer necesidades, independiente de la opinión de aquellos que lo necesitan. El bien en cuestión tiene una capacidad de generar resultados en cuanto a la satisfacción de necesidades per se, sin tener en cuenta el mercado que lo requiera.

VALOR SUBJETIVO: Es el adjudicado según la propia escala de necesidades de una persona, ordenadas según las prioridades que tenga, atendidas con los recursos escasos que posea. Tanto oferentes como demandantes sujetos a una valoración disímil entre el bien que entregan y el bien que reciban a cambio, generan el mercado en base a un precio de intercambio.

Sin embargo no es criterio común entre los tratadistas que la política de dividendos es esencial para maximizar el VALOR. Para quienes el pago de dividendos es relevante se basan en estudios empíricos. “ Hoy se está convirtiendo en una práctica habitual evaluar las acciones aplicando un multiplicador a la fracción de beneficios repartidos como dividendos y un

multiplicador mucho menor al saldo no distribuido”.(1) “ Los dividendos son dinero en mano, mientras que las ganancias de capital en el mejor de los casos están en lo alto de una rama”.(2)

Estas aseveraciones surgen de la lógica razón que indica que siendo los dividendos predictibles, y siendo los futuros precios no controlables, hacen preferibles a los primeros respectos de estos últimos. Estudios empíricos como los expuestos por Brealey y Myers parecerían concluir que las acciones con rentabilidad elevada alcanzan precios menores y ofrecen rendimientos mayores, síntoma de que los accionistas prefieren el pago de dividendos más o menos fijo en forma periódica. “Si viviéramos idealmente en un mundo perfecto y sencillo, no habría ningún problema, pues la decisión de pagar dividendos no tendría ningún efecto sobre el valor de mercado”.(3)

Hay opiniones que contradicen lo hasta aquí mencionado centradas en la idea de que el VALOR de la empresa se incrementa si esta reinvierte sus utilidades debido a razones fiscales. Se basan en la mayor progresividad del impuesto a las ganancias sobre las distribuciones de dividendos comparada con la que se ejerce sobre las ganancias de capital producto de la venta de la tenencia de acciones. Si la empresa adopta esta decisión de reinversión, será bien tomada por los inversores quienes entenderán que esta ha velado correctamente por sus intereses. Con la estructura fiscal actual (no en la Argentina precisamente hoy) muchas personas prefieren ganancias de capital en contraste con ganancias provenientes de dividendos. La razón por tal preferencia es que la tasa marginal sobre ingresos por dividendos es mayor que la tasa que grava las ganancias de capital. Si una empresa tiene excedentes de fondos y desea reintegrárselos a los accionistas, la mejor solución para éstos es que la empresa recompre sus propias acciones, alternativa no sujeta a tributación.

La pregunta fundamental que nos hacemos es: ¿ Por qué entonces las empresas pagan dividendos habiendo alternativas más económicas desde el punto de vista fiscal que permiten hacerse de efectivo cuando lo accionistas lo necesiten? Habiendo otras formas para distribuir fondos: ¿ la política de dividendos verdaderamente influye en el precio de las acciones? Teniendo la posibilidad de hacer líquida su ganancia en cualquier momento, será más importante transitoriamente para el inversor la rentabilidad que la liquidez, salvo en el momento en que necesite hacerse de efectivo, momento en el cual se trastocan sus valores.

La opinión extrema la exponen Modigliani y Miller en su famosa tesis del año 1958, posteriormente revisada por la incidencia del problema fiscal analizado en el párrafo anterior. Estos autores parten del supuesto de que la política de dividendos es irrelevante en mercados perfectos. Manteniendo constantes las políticas de inversión y de financiamiento, la única forma de financiar el pago de dividendos es la de emitir nuevas acciones. Con el dinero de la suscripción se pagan dividendos a los viejos accionistas. Si bien hay una emisión de acciones que provoca la baja de la cotización, esta caída es compensada exactamente con el dividendo líquido extra que reciben. Todo indicaría que el VALOR no se ha alterado, dado que los activos de la empresa, sus beneficios y las oportunidades de inversión no se han modificado. El VALOR se explica mediante la siguiente ecuación estática:

VALOR= Rendimiento operativo de los Activos = Remuneración a Acreedores y Accionistas.

Tal como esta planteado el problema la empresa vale lo mismo antes y después de la transacción efectuada. Indudablemente entendemos que el VALOR al cual se refieren es nuestro concepto de valor objetivo. Si bien el valor de mercado ha sido substancialmente alterado por una oferta adicional que ha provocado la caída del precio, el valor objetivo no se ha modificado. La pérdida de capital de los accionistas viejos es compensada con el pago de un dividendo, mientras que los nuevos accionistas reciben acciones a un costo por acción que promete una rentabilidad que compensa con creces su inversión. Estas compensaciones automáticas se basan en el mencionado supuesto de la existencia de mercados perfectos, supuesto poco factible dado lo incierto del mundo de los negocios.

Los mercados de valores reales, no precisamente aquellos a que hacen mención Modigliani y Miller, se ven afectados por la incertidumbre política y económica interna y externa de los países donde están ubicados. Bajo estas condiciones del mercado, las medidas que tomen los inversores descriptas por estos autores, tienen el siguiente efecto:

1) Al emitir acciones para financiar el pago de dividendos se altera abruptamente la relación entre oferta y demanda de títulos que provoca una caída del precio de la acción.

2) Los inversores cuentan con la información de que con el dinero de la emisión se pagarán dividendos en efectivo, pudiendo reaccionar de las siguientes formas: algunos inversores debido a la caída del precio creerán oportuno desprenderse de sus acciones en previsión de que pierdan aún más. También estarán aquellos que necesiten del efectivo por razones de oportunidad y crean que este es el mejor momento. Otros inversores con deseos de comprar valores en baja, esperarán hasta último momento ni bien el precio toque un piso. En este caso algunos se decidirán a comprar antes que otros, pero todo este grupo está persuadido que los títulos en baja algún día se recuperarán y podrán obtener buenos beneficios por haber comprado en esa situación.

Todos estos pasos pueden llevar días o meses, los precios se irán modificando sin seguir una aparente lógica. Pero el valor objetivo de la empresa no se ha modificado, si esta mantiene su operatividad inalterada. La expectativa de buenos rendimientos a largo plazo hará que el precio posiblemente vaya creciendo, hasta equilibrarlo en un punto que no es ni bueno ni malo, sino que representa un precio de intercambio donde la oferta y demanda se encuentran compensadas.

CONCLUSIONES

Los tratadistas no se han puesto de acuerdo para dilucidar si el precio de una acción que cotiza en un mercado de valores es la consecuencia de la política que se adopte para el pago de dividendos, o la consecuencia de las políticas de inversión que lleve a cabo la empresa y que impactarán de tal forma en el valor de la empresa de manera que aquel se vea afectado. Al no entender la esencia del mercado de valores, similar a la de cualquier mercado, se ven obligados a teorizar en cuanto a que el precio es la consecuencia aritmética de alguna política que digite la empresa, sea de uno u otro signo como los descriptos. Para ellos es muy difícil entender que el precio de la acción, es como cualquier otro precio, una tasa de intercambio que surge del juego de la oferta y demanda, y que no necesariamente debe coincidir con un precio de libros, o una estimación razonable de las ganancias futuras descontadas de la empresa. El precio es independiente del valor objetivo de la empresa, no hay vinculación cuantitativa alguna, no siendo esto necesario demostrarlo en la práctica. No obstante en siguientes capítulos seguiremos indagando sobre las teorías que tratan las distintas posiciones.

NOTAS

(1) B. Graham y D. Dodd. "Security Analysis: Principles and Techniques"

(2) Brealey y Myers. Op. Cit. pag 376.

(3) Brealey y Myers. Op.Cit. pag 385 y 386.

EL PRECIO DE LA ACCIÓN COMO RESULTADO DE LA POLÍTICA DE PAGO DE DIVIDENDOS

A partir de este capítulo analizaremos las posiciones favorables respecto de la política de dividendos y su incidencia en el precio de la acción. Para Van Horne la empresa debería tratar de fijarse una política de dividendos que maximice la riqueza del accionista. En teoría la política óptima dependerá de las oportunidades de inversión de la empresa y de las preferencias que los inversores tengan por los dividendos o por las ganancias de capital. Puede extraerse alguna conclusión sobre tales preferencias mediante un estudio empírico de las relaciones entre cotización y política de pago de dividendos.(1)

De esta forma se podría probar si existe correlación entre los movimientos ascendentes y descendentes de los precios y su dependencia de la política de pago de dividendos. En opinión de este tratadista existirían dos extremos entre los que se debate el inversor. Por un lado desea resolver la incertidumbre en el rendimiento de su inversión. Toda política de pago de dividendos eliminará la incertidumbre y provocará el aumento del precio de mercado. A medida que el inversor va resolviendo la incertidumbre, preferirá las ganancias de capital debido a los beneficios fiscales que se le presentan, de existir la diferencia de las tasas de impuesto a las ganancias por pago de dividendos o por venta de acciones.

Nos cuesta pensar en una posición uniforme de los accionistas en este sentido. La pregunta que nos formulamos es qué ocurriría con el precio cuando todos los inversores retienen sus acciones porque adhieren a la política de pago de dividendos. En teoría si todos los inversores hicieran eso, provocarían una alteración del precio que buscaría su equilibrio en alza, producto de la reducción de la oferta frente a la demanda de la acción, supuestamente en crecimiento. Si alguien decidiera vender, el precio encontraría un nuevo equilibrio en baja.

Si los inversores pensaran simultáneamente que la incertidumbre ha sido resuelta, comenzarían a vender en busca de ganancias de capital. Al existir un exceso de oferta sobre la demanda, el precio caería en busca de un nuevo equilibrio hasta el punto en que alguien decidiera comprar. Como vemos, el precio de mercado depende, más que de la políticas que fije la empresa, de la ley de la oferta y la demanda cuyo origen es el teorema del valor marginal oportunamente descripto. En ese aspecto Van Horne confirma nuestra apreciación: “ Los argumentos que se han

presentado en apoyo de la idea de que la estabilidad de los dividendos tiene un efecto positivo sobre la cotización de las acciones, son solamente subjetivas. Se carecen de comprobaciones empíricas al respecto. No obstante, muchas compañías se preocupan por mantener la estabilidad de sus dividendos". (2) Sustenta su opinión con un gráfico en donde compara el comportamiento de las curvas de utilidades netas de impuesto y la de dividendos pagados para el período 1940-1970.

Sin embargo, más adelante hace una apreciación contradictoria respecto de lo arriba mencionado. "Cuando una empresa es muy cerrada, la dirección conoce habitualmente los deseos de sus accionistas en materia de dividendos, y actúa de acuerdo con ellos... Las empresas con gran número de accionistas no conocen sus deseos en materia de dividendos; solamente pueden evaluar estos deseos en función de la cotización de la acción"(3). Con lo cual nos dice que el precio no es el valor actual neto de los dividendos futuros esperados. Pero además supone que dado el precio, se tiene una sola expectativa de los inversores respecto de la empresa. Esta conclusión no se adecua a la realidad porque los inversores jamás tendrán una opinión uniforme, visto que para que exista mercado de valores, o en otros términos, para que la gente compre y venda acciones, sus opiniones y expectativas no deben ser las mismas, tal como lo hemos demostrado al inicio de este trabajo.

Los autores Weston y Brigham nos indican en su tratado que: "Se demostrará que los dividendos y nada más que los dividendos, intervienen en el cálculo del valor intrínseco de las acciones ordinarias que se tienen como una inversión" (4). Afirman, como otros autores, que los inversores llevan a cabo un cálculo basado en el valor presente de los dividendos futuros descontado por su propia tasa de costo de capital, pero no aportan pruebas concretas para sustentar esta afirmación. Sin embargo, y dada esta imposibilidad de demostración, más adelante afirman que: "Efectuado un estudio de regresión se tiene alguna idea de las tasas de retorno de las acciones en diferentes condiciones de mercado y riesgo, puesto que: 1- El futuro aproxima estimaciones de actuación pasada de las acciones; 2- Los inversores basan los futuros retornos esperados en los realizados en el pasado"(5).

Como vemos es notoria la contradicción. Se recurre a proyecciones históricas del comportamiento de los precios de la acción en función de la política de dividendos aplicada en cada ocasión para explicar el comportamiento futuro, abandonándose el criterio de valor actual neto de los futuros flujos de fondos de la empresa. Esta solución al dilema

implicaría que los precios de mercado son una consecuencia de los costos de producción y no su causa. Habíamos visto que para incurrir en costos los inversores previamente estiman el ingreso a obtener, mediante una actitud totalmente predictiva. Los negocios se encaran si se prevén ganancias futuras, es decir, se especula con el futuro estado del mercado. James E. Walter sugirió un esquema para entender la política de dividendos. Se trata de una ecuación estática donde sus componentes adecuadamente manipulados, influyen en el valor de mercado de las acciones. El objetivo consiste en maximizar el valor de la tenencia que le corresponde al accionista, permitiendo el pago de un dividendo adecuado.

$$\text{PRECIO DE MERCADO} = \frac{D + \frac{RI}{RM} (G - D)}{RM}$$

siendo:

D: dividendo por acción

RI: rendimiento interno de las ganancias no distribuídas

RM: rentabilidad promedio del mercado

G: Ganancia por acción

Los componentes de la fórmula: precio, ganancia por acción y los dividendos por acción son datos que se obtienen del mercado.

La tasa de rendimiento de mercado, marca una rentabilidad promedio histórica cuyo dato se obtiene de publicaciones que hacen referencia a índices de ganancia / precio.

El rendimiento interno de las ganancias no distribuídas puede medirse tomando la variación de las ganancias por acción de una empresa dada, dividida por la variación del valor de libros por acción para un intervalo de 3 a 5 años.

De la interpretación de la fórmula se pueden extraer las siguientes conclusiones:

a) Cuando la tasa de rendimiento interno es mayor que la de mercado, se incrementa el precio si se disminuye el pago de dividendos.

b) Cuando la tasa de rendimiento general del mercado es mayor que la tasa de rendimiento interno, el precio de la acción disminuye si se continúa reinvertiendo fondos en la empresa. De esta forma convendría pagar dividendos para que los accionistas inviertan los fondos recibidos en proyectos de mayor rentabilidad.

Si una empresa es capaz de generar rendimientos superiores al promedio del mercado, conviene que los fondos se sigan reinvertiendo en ella. Esta reinversión mejorará el crecimiento y permitirá la obtención de suficiente fluidez de fondos para financiar su expansión. El valor subjetivo de la firma se ve consolidado a raíz del buen prestigio que se generará en el mercado de capitales influyendo positivamente en la masa de inversores que verán con entusiasmo la posibilidad de adquirir acciones para agrandar su tenencia.

Si la empresa no es capaz de generar recursos superiores a los del mercado deberá analizar que hacer con los fondos excedentes. La lógica indica que deberá reintegrarlos a los inversores porque el valor comenzará a descender debido a las ventas de acciones que realizarán bajo estas circunstancias los inversores.

En la fórmula descripta se utilizan datos históricos que se proyectan hacia el futuro para explicar el precio de la acción. Se asume que tuvieron un comportamiento mecánico, y basándose en un análisis de regresión y correlación se construye una ecuación que intenta ser predictiva del estado futuro del mercado. La crítica que hacemos no se basa exclusivamente en cuestionar la procedencia de los datos, que desde ya pueden ser una excelente representación de lo que ocurrió en el pasado, sino que además entendemos que el precio de mercado no surge de proyecciones históricas, sino que es el producto de meras especulaciones de futuros estados del mercado que no necesariamente repiten las condiciones de estabilidad que en el pasado se apreciaban.

Lintner afirma que las empresas tienen como objetivo el mantenimiento del monto de dividendos pagados. El monto de los dividendos se incrementa luego de un tiempo en que se consolidan las ganancias operativas incrementales, y tratan de mantenerlos cuando aquellas comienzan a declinar, hasta que resulte evidente no poder sostener esta situación.⁽⁶⁾ Weston critica esta posición: “¿Esta política de pago de dividendos estables, maximiza los valores de los títulos de una empresa? No hubo ningún estudio empírico sistemático al respecto, de modo que desde una posición factual, realmente la pregunta no tiene contestación.”

Gordon está persuadido que el pago de dividendos es importante para el inversor, tanto que, preferiría pagar mejores precios si se resuelve su incertidumbre en cuanto a recibir dinero en un plazo relativamente cercano a su inversión original. Por otra parte el pago de dividendos mantenido en coeficientes constantes es una clara señal para el mercado de que el nivel de rentabilidad se mantiene. Un cambio en esa política de pago, supone una futura alteración de la rentabilidad. “ Se supone que los dividendos son utilizados por los inversores como índices de predicción del futuro desempeño de la empresa, traduciendo las expectativas de la gerencia sobre el futuro.”(7)

Lo sustentado por este autor nos parece débil dado que: “ no existe una preferencia sistemática por los dividendos en el conjunto del mercado”(8). En cualquier mercado de valores cotizan a precios elevados acciones que durante tiempos prolongados no han pagado dividendos en efectivo. Parecería ser que el mercado pondera rendimientos futuros por encima de los dividendos impagos, y lo hace impactar en el precio de la acción.

Para el profesor L. Guatri la ecuación que iguala el precio de mercado a una corriente de flujos representativos de dividendos esperados, es puramente abstracta, es decir, no apta para aplicaciones concretas. El valor de mercado depende, mucho más que el capital económico, de fenómenos y de fuerzas externas incontrolables y, por lo tanto, mucho menos de fenómenos internos controlables sobre el cual puede ejercitarse la habilidad y el empeño de la gerencia. “ a) La fórmula se basa en eventos futuros ampliamente impredecibles. El primero de todos es el precio probable en el tiempo (t_n) cuya imprevisibilidad es máxima, dado lo incierto de las perspectivas de la empresa que se presentarán en ese momento. b) El valor de mercado se ve afectado por fenómenos generales de tipo financiero tales como el nivel de ahorro en un determinado país; ingreso y egreso de ahorro del y hacia el exterior; las preferencias de los ahorristas y su evolución; las tasas y riesgos de inversiones alternativas. c) También se ve afectado por fenómenos económicos del sector, tales como el ciclo de vida, la demanda global prevista, etc.”(9)

Los mercados de Bolsa expresan, en realidad, solamente la cotización de pequeñas partidas de títulos y que los precios expresados no tienen nada que ver con el valor de participaciones de control o de mayoría. “Este hecho pone a los precios de cotización bajo una óptica particular: Atribuyen mayor significación al monto del dividendo que al rédito

global, prevalecen elementos históricos o de actualidad antes que de elementos prospectivos. Se trata de una óptica inadecuada desde el punto de vista de la valuación razonada del valor de la empresa, por cuanto se basa sobre elementos en parte distorsionados y de todas formas incompletos respecto de los elementos fundamentales necesarios a tal fin.”(10)

Es materia opinable que los operadores de Bolsa siguen estrategias basadas sobre la anticipación de las decisiones y de las opciones de los otros operadores. La expectativa, por ejemplo, de una constante revaluación de la inversión por parte de la generalidad de inversores, explica por qué es oportuno adquirir hoy un título cuyo precio, por hipótesis, es ya ampliamente superior al valor objetivo de la empresa. Mientras tal expectativa permanezca, el precio continuará subiendo; lo esencial será vender antes que dicha expectativa cambie.

CONCLUSIONES

Analizadas las posiciones y teorías más significativas acerca de la influencia de la política de dividendos sobre el precio de mercado, hemos observado que no podemos afirmar que esto sea verdad. Los mismos académicos tienen serias dudas en demostrar esa influencia, y algunos de ellos recurren a demostraciones que no son convalidadas empíricamente, incurriendo en gruesas contradicciones. En estos casos el origen del error es que descreen del proceso del mercado de valores sujeto a la ley de oferta y demanda. Como esta ley no tiene una demostración matemática, porque no es una ley que derive de la ingeniería mecánica, entonces recurren a fórmulas para explicar un concepto que no procede del razonamiento cuantitativo.

Los estudios empíricos indican una amplia diversidad de índices de pago de dividendos, no solamente entre distintas actividades, sino también, entre empresas de la misma actividad. La política de pago de dividendos por sí misma no tiene que ver ni influye en el precio de las acciones. Confirmada esta apreciación, el concepto de tasa requerida por el inversor es utópico e indemostrable, dado que el precio de mercado no guarda relación matemática con los dividendos esperados, mucho menos teniendo en cuenta que el inversor es indiferente a la forma de hacerse de liquidez.

NOTAS:

- (1) J. Van Horne. "Administración Financiera" pag. 338
- (2) J. Van Horne. op. cit. pag. 353
- (3) J. Van Horne. op. cit. pag. 358
- (4) Weston y Brigham. "Finanzas para ejecutivos" pag 345
- (5) Weston y Brigham. op. cit. pag.354
- (6) Lintner. "American Economic Review" pag. 97-113, nro 46, may 1956
- (7) J. Van Horne. op. cit.pag. 329
- (8) J. Van Horne. op. cit.pag. 330
- (9) L. Guatri. "Valuación de las empresas. Principios y métodos" pag.33
- (10) L. Guatri. op. cit. pag. 27

LA TESIS DE MODIGLIANI Y MILLER, LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS Y EL VALOR DE UNA EMPRESA

Como oportunamente mencionamos, los teóricos en general opinan que “el objetivo de la Administración Financiera consiste en encontrar la combinación de títulos que maximicen el valor de mercado de la empresa. Deberíamos estar seguros que una política así, también maximiza la riqueza de los accionistas” (1). Esta opinión presupone que el VALOR de una empresa es la suma de los valores de los títulos de propiedad y acreencia que lo conforman.

M y M, sin embargo responden que siendo el valor dado, éste no se ve afectado por la combinación deuda - capital, y por lo tanto cualquier mezcla es indiferente respecto del valor.

Dos empresas equivalentes en cuanto a sus posibilidades de generar ingresos, pero diferenciadas en cuanto a su estructura de financiación, valen exactamente lo mismo luego de un proceso de arbitraje entre inversores, que solo se puede llevar a cabo en un mercado perfecto. Ese proceso permitirá restablecer el equilibrio de valores, dado que se venderán acciones de la empresa endeudada y se comprarán acciones de la autofinanciada, restableciendo el equilibrio de precios de las acciones de ambas empresas.

En otros términos, para M y M el valor de la empresa está dado por el valor de sus activos y su posibilidad de generar resultados operativos, independiente de la naturaleza de los derechos sobre los mismos. Cuando una empresa se endeuda a un costo inferior al rendimiento que paga un proyecto, o la empresa en su conjunto, el efecto denominado palanca provoca el aumento del rendimiento por acción, dada la mayor participación de deuda que se remunera a una tasa de costo menor.

Supongamos un proyecto con el siguiente perfil:

Inversión inicial: \$ 1.000

Ingresos proyectados para los periodos 1: \$700 y 2: \$ 750

La tasa de retorno de este proyecto es del 28,41% anual.

Si la empresa estudiara la posibilidad de obtener financiación para la inversión inicial, debería considerar el flujo de fondos diferencial, a fin de determinar cuanto es el rendimiento por peso de capital propio invertido.

En el mismo ejemplo se analiza la siguiente posibilidad de financiación: 50% del capital a la tasa del 20% anual, sobre saldos de deuda. Los flujos diferenciales serían:

La inversión a cargo de la empresa es de \$ 500, obteniendo fondos excedentes por sobre los desembolsos correspondientes a la devolución del crédito de \$ 372,73 y \$ 422, 73. En este caso la tasa de retorno para los fondos propios invertidos es del 36,49%

Este ejemplo sencillo demuestra que la capacidad de generar utilidades (el Valor para M y M) se ha mantenido inalterable. Por efecto de una mayor financiación el rendimiento del capital propio invertido se ha magnificado, dado que hay una mayor proporción de ingreso por peso invertido de capital propio. “El apalancamiento aumenta el flujo esperado de beneficios por acción, pero no el precio. La razón estriba en que el cambio en el flujo esperado de beneficios es compensado exactamente por un cambio en la tasa a la que se capitalizan los beneficios”(2) No se explica como se lleva a cabo ese cambio, en que momento, y si depende de la opinión unánime de todos los inversores. Solo se infiere que: si la empresa se endeuda, para compensar el mismo valor, dado que el precio de la acción tiene que mantenerse constante, el único factor variable es la tasa de retorno exigida por los inversores.

Pero esto es una visión aparente, dado que el rendimiento del proyecto siempre es el mismo. En el caso extremo, si todo el proyecto se financiara con préstamos el rendimiento para los prestamistas sería el rendimiento del proyecto. Esta implicancia es lo que M y M denominan la Proposición I. Queda así demostrado que para ellos el valor de la empresa lo constituyen sus activos y la posibilidad de generar resultados. Si estuviéramos dentro de un mercado perfecto, todo el mundo contaría con la misma información y se comportara racionalmente, no habría otra posibilidad de que el precio de la acción vendría dado por el valor de sus activos más el valor actual de sus ingresos operativos futuros. Claro que la expectativa tendría que ser la misma respecto del riesgo de los ingresos futuros esperados, situación que es difícil entender si se tiene en cuenta

que quienes valoran y estiman son seres humanos con distintas expectativas o necesidades a satisfacer. Allí se encuentra el principal error de planteo de la teoría de estos autores.

Los tratadistas presentan un ejemplo para explicar la inalterabilidad del precio de la acción luego del apalancamiento, y por lo tanto del VALOR. Lo hacen en función de datos contables, fiel reflejo de lo que pasó en la empresa en el pasado, sin tener en cuenta la expectativas futuras del mercado y de la empresa, con lo cual la incertidumbre queda reducida a cero. Este estado ideal del mercado no se condice con las condiciones que en la realidad se plantean: un mundo cargado de incertidumbre en cuanto a los negocios se refiere.

La empresa desea cambiar su estructura de financiación a fin de mejorar el rendimiento por acción y obtener los beneficios de este procedimiento. Se endeudará y con lo obtenido recomprará exactamente sus propias acciones. La empresa tiene la siguiente situación a la fecha de llevarse a cabo la operación:

	ANTES	DESPUÉS
Utilidad operativa	<u>1.000</u>	<u>1.000</u>
Deudas al 5% de interés	3.000	6.000
Capital propio 850 acc. al precio de \$10 c.u.	<u>8.500</u>	<u>5.500</u>
VALOR de la empresa	11.500	11.500

La empresa cambió su estructura de financiación, emitió deuda por \$3.000 y con ese dinero recompró 300 acciones a \$ 10 cada una. Ahora el capital emitido en el mercado es de 550 acciones al mismo precio. Como

la utilidad operativa es la misma, y en principio el valor de la empresa no se altera, el costo del capital es constante.

$$\text{Costo del capital} = \frac{\text{Utilidad operativa}}{\text{Valor}} = \frac{1.000}{11.500} = 0,087$$

La explicación de este fenómeno se da porque si aumenta el endeudamiento para recomprar acciones y de esta forma financiarse con recursos más baratos, el valor del capital propio se ve disminuido dado que los inversores perciben el mayor riesgo, aumentando la tasa propia de rendimiento requerido. Esa tasa aumenta en forma lineal en función del grado de leverage, según esta ecuación:

Tasa de rendimiento req. = Costo de capital + (Costo de capital - tasa de interés de endeudamiento) x Leverage

$$\text{Siendo Leverage} = \frac{\text{DEUDAS}}{\text{CAPITAL PROPIO}}$$

En nuestro ejemplo, la tasa de rendimiento requerido antes de aumentar el endeudamiento es el 10%.

$$\text{Luego del endeudamiento es: } 0.087 + (0.087 - 0.05) \times 6.000 / 5.500 \times 100 = 12.7\%$$

M y M dicen que el inversor capta el mayor riesgo y demanda una mayor tasa. ¿Qué valor toma ahora esa tasa? Los autores dicen que ese valor surge de una ecuación cuyos valores reflejan la realidad de la empresa y que el precio de la acción se mantiene inalterado.

En un mercado real, los inversores para hacer notar su parecer tienen una única referencia: el precio de la acción; por eso consideramos que esta construcción teórica es forzada. Si piensan que la empresa es riesgosa, ello se verá reflejado en el precio. Para que esa supuesta tasa aumente, manteniendo constante el valor de los flujos de ingresos futuros, indefectiblemente debe caer el precio de mercado. No hay otra forma de

que caiga el precio que no sea por un exceso de oferta sobre la demanda constante, hasta encontrar un nuevo equilibrio.

Sin embargo, el modelo indica que el precio se mantiene inalterado pues el deseo de vender de los inversores es compensado exactamente por la demanda adicional que ejerce la empresa para recomprar. Como está planteada la situación, y siempre partiendo de la base de la existencia de mercados perfectos donde no existen acuerdos previos que alteren su mecanismo, los hechos no se suceden simultáneamente.

En un mercado real, las especulaciones se efectúan de la siguiente forma: La empresa anuncia que se endeudará para recomprar acciones, a fin de mejorar el rendimiento por acción.

El mensaje es captado inmediatamente por los inversores que procederán en consecuencia. ¿Qué parte del mercado venderá y que parte mantendrá la tenencia? ¿A qué precio lograrán vender? La empresa podría aprovechar esta circunstancia para comprar en baja, debido al exceso de oferta. Pero enterados de este movimiento, los inversores podrían esperar a que la empresa se presente a comprar y así maximizar su renta colocando su tenencia a precios más elevados.

Como vemos, cuesta pensar en mecánicas de supuestos mercados perfectos, y ello se verá reflejado indefectiblemente en el precio de la acción.

La segunda proposición de M y M indica que la política de dividendos no influye en el valor de la empresa, considerando a este como el precio de cotización que se ve reflejado en un mercado de valores.

Para ello, plantean una ecuación que termina demostrando esta afirmación:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{P_1}{(1+k)}$$

Siendo:

P_0 El precio de la acción en el momento presente

D_1 Dividendo a pagar al fin del momento 1

P_1 El precio de la acción estimado al fin del momento 1

k Tasa a la que capitalizan los inversores

La ecuación indica que el precio de cotización es el valor actual neto de los dividendos futuros y del precio final de realización de la inversión, utilizándose la tasa de descuento exigida por los accionistas para esta clase de riesgo.

La empresa tiene una emisión original de acciones de "n" cantidad. Al momento 0 y coloca "m" acciones durante el momento 1, bien sea para conseguir financiación adicional, cambiar su estructura de financiamiento y pagar un dividendo en efectivo. Veamos el efecto de esta política de dividendos en nuestra ecuación.

$$n.P_0 = \frac{D_1.n}{(1+k)} + \frac{(n+m)P_1}{(1+k)} - \frac{m.P_1}{(1+k)} \quad (1)$$

El valor de la empresa al momento 0 es igual al valor actual de los dividendos pagados en el momento 1, más el valor actual de la empresa al momento 1, menos el valor actual de las acciones emitidas entre ambas fechas.

Analizando el último término de la ecuación:

$$m.P_1 = I_1 - (X_1 - n.D_1)$$

Siendo:

I_1 La inversión de la empresa durante el período 1

X_1 Ganancia neta total de ese período

Este término indica el monto de financiamiento a cubrir mediante la emisión de nuevas acciones, que está determinado por la cantidad de inversiones realizadas en el período 1 y no financiadas con ganancias retenidas.

Reemplazando en (1)

$$n.P_0 = \frac{n.D_1}{(1+k)} + \frac{(n+m) P_1}{(1+k)} + \frac{I_1 - X_1}{(1+k)} - \frac{n.D_1}{(1+k)}$$

El primero y último término se anulan. Puesto que los dividendos desaparecen de la ecuación, concluyen los autores que el precio de la acción al momento 1, la inversión y la ganancia neta de ese período son independientes de los dividendos que se paguen, como así también del valor de la empresa medido por la cotización actual de las acciones.

Confirman los autores su apreciación de que lo que ganan los inversores con el aumento de dividendos, es compensado exacta y automáticamente por la declinación del valor venal de las acciones. La riqueza de los accionistas no es afectada por las decisiones en cuanto a política de dividendos, y depende exclusivamente del volumen de probables ganancias de la empresa.

CONCLUSIONES:

M y M están convencidos que dentro de un mercado perfecto, todos los inversores se comportarán racionalmente. Dos empresas del mismo rubro, con procesos productivos equivalentes, volúmenes de negocios y nivel de activos parecidos, indefectiblemente deben valer lo mismo. Como la lógica indica eso, la consecuencia de valoraciones similares implican que los precios de ambas acciones deben valer lo mismo. Si por efecto de un nivel de endeudamiento mayor que una de las empresas presenta respecto de la otra, las acciones de aquella valen transitoriamente más, las fuerzas del mercado se encargarán de restablecer el equilibrio. En este caso el valor al cual se refieren M y M es nuestro concepto de valor objetivo. En mercados reales el excesivo endeudamiento es castigado por los inversores en forma despareja; no hay criterios comunes. Habrá quienes piensen que después de todo si la empresa dispone una política de saneamiento, todavía tendría posibilidades de salvarse y tener buenos rendimientos futuros. Estos estarían dispuestos a comprar en baja y esperar.

Coincidimos con la opinión de que la política en materia de pago de dividendos no influye en el precio de la acción. En lo que no estamos de

acuerdo es que haya una razón directa de igualdad entre el precio de mercado hoy, la inversión y las ganancias netas futuras. No existe razón de causalidad matemática, dado que los mercados de valores se ven afectados por movimientos endógenos y exógenos de capitales, la situación macroeconómica, cambios en las perspectivas políticas, etc., teniendo relativamente en cuenta la situación de la empresa y sus perspectivas futuras.

NOTAS:

(1) Brealey y Myers, op. cit. pag. 394

(2) Brealey y Myers, op. cit. pag. 401

DETERMINACIÓN DEL VALOR OBJETIVO DE UNA EMPRESA ANTE UNA SITUACIÓN DE TRANSFERENCIA DE PROPIEDAD.

Oportunamente dijimos que el objetivo de la gerencia consistía en buscar todas las alternativas a su gestión con la finalidad de incrementar el valor de la empresa. Ese valor, genéricamente hablando, podría tener una interpretación específica a través de la maximización del valor de mercado del capital de la empresa, o también la maximización del valor económico.

Esta distinción es fundamental dado que las posibilidades de la gerencia de tener éxito en su gestión, depende de la factibilidad de los objetivos que se le marquen. Al respecto es fundamental la necesaria redefinición de las estrategias empresarias, cuando cambie el objetivo primario que se les asigne. “ Este objetivo, en sustancia, se desplaza de la óptica de la utilidad inmediata, expresado por los cánones contables tradicionales y considerado como la medida más significativa de la óptica de los resultados a largo plazo. En efecto, estos últimos son los que sostienen y determinan el valor del capital económico.” (1)

En un capítulo anterior mencionamos las grandes diferencias existentes entre el precio de mercado de las acciones y el valor económico de una empresa, sujetos ambos a distintas hipótesis de comportamiento de quienes valoran, las condiciones que afectan la metodología de valuación, etc., que hacen que estos conceptos no sean equivalentes.

El Capital Económico expresa una valuación general, racional, demostrable y posiblemente estable. Valuación general implica que esta prescinde de efectos contingentes de demanda y oferta en especial de las características de las partes interesadas en la negociación, cuando se trata de vender una compañía.

La característica de racionalidad implica que el método de armado deberá ser lógico, claro y compartible, con respecto a los datos que emergen de su situación normal: flujos de rédito normal. distribución en el tiempo, tasa de capitalización, etc.

La característica de demostrabilidad implica que los datos utilizados en la fórmula de valuación deberán tener un grado aceptable de credibilidad y objetividad. En ese aspecto los réditos normales del pasado son datos ciertos, mientras que los flujos por venir asumen un grado creciente de incertidumbre.

La característica de estabilidad implica que la valuación debe prescindir de todo elemento provisorio, excepcional, aleatorio y difícilmente repetible.

Todas estas características se contraponen a los valores que surgen de las cotizaciones de mercado, dado que se duda que los precios allí establecidos fueran verdaderamente representativos de la situación patrimonial de la empresa, y sus perspectivas futuras.

De lo expuesto, podemos concluir en primera instancia que la fórmula teórica de que el valor de una empresa viene dado por la siguiente ecuación:

VO = Sumatoria (períodos 1 a n) de Dividendos de "t" períodos, actualizados por una tasa de capitalización + Precio probable de la empresa en el período "n" actualizado:

- a) Se basa en eventos futuros ampliamente impredecibles; y con mayor incertidumbre, el precio de la empresa al momento "n".
- b) Es fuente de grandes arbitrariedades y subjetividades, según quien haga el cálculo.

La fórmula expuesta entendemos no tiene las características de demostrabilidad, objetividad y generalidad necesarias. El resultado al que se puede arribar de aplicar esta fórmula, es que el valor obtenido será típicamente un valor subjetivo, vinculado a los gerentes que la hayan determinado, a su manera de definir e interpretar la situación de la compañía y los escenarios futuros.

Es por ello que proponemos como solución alternativa, utilizar el concepto del Rédito Medio Esperado, es decir una noción única apta para facilitar la previsión. Este concepto, por cierto, es una cantidad mucho más fácilmente previsible y demostrable, dado que tenemos la historia de la empresa que permitirá, sujeto a ajustes en la valuación, obtener una definición de variables demostrables empíricamente.

A pesar de lo hasta aquí mencionado, no podemos eludir la mención de que la discrepancia en la utilización de los métodos, tiene adherentes por ambos lados. Los financistas y operadores de bolsa, prefieren el método financiero, porque privilegian la obtención de resultados líquidos, por encima de otros elementos que no son considerados en esta metodología,

como ser, el valor de bienes activos substanciales para la generación del rédito, otros aspectos que hacen a la valuación de bienes inmateriales, etc. Mientras tanto, los académicos se hallan a menudo en búsqueda de uniformidad, de reglas generales, de criterios racionales y objetivos. “Los operadores financieros, preocupados únicamente en individualizar y analizar oportunidades de compra y de venta, pueden únicamente inspirarse en los aspectos de conveniencia, es decir, en puras reglas comerciales.”(2)

En este caso, fundamentan su posición en:

- a) Reconocer validez relevante al mercado, y por lo tanto, a los precios.
- b) Inclinarsse por valuaciones subjetivas, es decir, que tengan en cuenta los sujetos específicos interesados y las condiciones contingentes en las que se desarrollan los negocios.

Los académicos, sin embargo, focalizan su atención y otorgan preeminencia a:

- a) Valuaciones dotadas de significación general, desvinculadas de condiciones contingentes de demanda y oferta.
- b) No reconocer importancia a los precios negociados en las Bolsas de valores.
- c) Reconocer sensible importancia a los criterios patrimoniales rentísticos de valuación.

Para estos últimos es de singular importancia el valor actual de las inmobilizaciones técnicas, en especial, el valor de los inmuebles.

DETERMINACIÓN DEL VALOR ECONÓMICO

Para la determinación del mismo debemos partir de la base de una normalización del rédito que es capaz de generar la empresa, desprovisto de:

- 1) Los ingresos y los costos extraordinarios, que responden a eventos raros de manifestación casual.
- 2) Los ingresos y los costos ajenos a la gestión, por ejemplo alquileres de inmuebles para uso civil, no específico de la explotación.
- 3) Eliminación de ajustes específicos al balance: provisiones por fluctuaciones, reservas ocultas, criterios específicos de valuación, etc.

4) Eliminación de componentes aparentes: ganancias contables sin su correspondiente liquidez consecuente: revaluaciones técnicas, ingresos o egresos por ajustes inflacionarios, etc.

El rédito normalizado, o específicamente hablando, el rédito medio esperado (RME) es el que la empresa se halla establemente en condiciones de producir. Esta condición obliga a un análisis a largo plazo del RME, pero no es absolutamente demostrable que el rédito esperado pueda serlo por un horizonte temporal más allá de unos pocos años, debido a las condiciones de incerteza en donde se desarrollan los negocios en la actualidad.

Existen condiciones determinantes para una correcta evaluación del RME.

a) En el futuro la empresa deberá mantener la dimensión actual en términos de ingresos realizados.

b) ¿Qué expectativas se esperan a corto plazo (2-3 años) para el promedio del sector donde se desarrolla la empresa, y para el largo plazo (10-15 años)?

c) ¿Qué expectativas se esperan para la empresa diferentes del promedio del sector para el corto plazo y largo plazo, ya señalados?

Creemos que los analistas deberán focalizar con absoluta precisión, determinando correctamente el punto a), y precisando a corto plazo las expectativas del promedio del sector, y las estimaciones respecto del crecimiento de la empresa también a corto plazo.

En esta compulsa de métodos podemos sintetizar las opiniones de la siguiente manera, formalizándolas en ecuaciones con diversas significaciones:

A Método reditual puro

Consiste estrictamente en valuar al momento inicial una corriente de flujos representada por el rédito normal que es capaz la empresa de generar. La fórmula que lo representa es:

$$W = \frac{\text{RME}}{i}$$

Siendo:

W Valor económico de la empresa

La tasa "i" representa la rentabilidad esperada para las empresas del mismo tipo de riesgo económico financiero.

B Método patrimonial reidual

En el contexto europeo el tema de valuación de empresas tiene un marcado rasgo de diferenciación. También se busca con ello prescindir de los problemas de oferta y demanda cambiante, para basarse en valuaciones estables y razonables. Pero como elemento primordial, se atribuye especial importancia al patrimonio de la empresa, denominado capital neto rectificado, representado por un valor definible sobre la base de inventarios y de precios corrientes. Para este método es de suma importancia no solo el rédito que es capaz de generar la empresa, sino también su patrimonio tangible, en especial inventarios, bienes de uso y bienes inmateriales específicos, valuado a valores netos de realización.

$$W = K + (RME - iK) \cdot A(1, n, i)$$

siendo:

K Capital neto rectificado

n Duración del extra rédito

Se reconoce así a la corrección reidual un peso limitado, por sobre el rendimiento normal del capital invertido. La idea central es que nadie querría pagar por una empresa un precio basado en un nivel de rentabilidad que nunca se ha logrado, dado que es sólo una expectativa futura poco fundamentada.

C Método financiero

Es el preferido de la cultura anglosajona, utilizado por operadores financieros, que se caracteriza por el análisis de los flujos de caja antes de cargas financieras.

Sus detractores indican que adolece de ciertos defectos. "El resultado expresa un valor totalmente subjetivo, basado en una interpretación particular de las políticas empresariales y del escenario externo." (3)

El método, para ellos, también carece de la objetividad y demostrabilidad de datos, las estimaciones en cuanto a tasas anuales de crecimiento de ventas, utilidad bruta en porcentaje de ventas, inversiones fijas y de capital de trabajo incremental por peso incremental de ventas, basada en estimaciones poco confiables. El método llega al máximo de indeterminación cuando se trata de valorar el valor residual de la empresa, luego del período de valuación de flujos de fondos. En este último caso se plantea una solución alternativa que consiste en estimarlo en base a una corriente de flujos basados en una perpetuidad del rédito medio esperado.

La fórmula que lo representa es:

$$W = \text{Van de los } Ft \text{ (de 1 a } n) + \text{Van del } Vn - \text{Pasivos netos}$$

Siendo:

$$Ft = S(t-1) (1+Gt) \cdot Pt (1-T) - (St - St-1) (Cf + Cv)$$

Cada flujo se integra así:

St Monto de ventas anuales

Gt Tasa anual de variación de ventas

Pt Porcentual de utilidad sobre ventas antes de intereses e impuestos

Cf Inversiones fijas por peso de incremento de ventas

Cv Inversión en capital de trabajo por peso de incremento de ventas

El Valor final, dado lo indeterminado de su expresión, se suple con la siguiente ecuación:

$$Vn = \frac{\text{RME}}{i}$$

Seguidamente presentamos un ejemplo de aplicación, basado en estados contables presentados por una hipotética empresa que está en tratativas de venderse a un inversor su propiedad.

BALANCE GENERAL

ACTIVO

DISPONIBILIDADES 1.500

INVERSIONES

bonex 89 4.000

BIENES DE CAMBIO

materia prima	8.000	
producción en proceso	75.000	
productos terminados	150.000	
subtotal	233.000	
menos previsión desvalorización	5.000	228.000

CRÉDITOS

por ventas	60.000	
menos previsión incobrables	25.000	35.000

BIENES DE USO 700.000

TOTAL DEL ACTIVO 968.500

PASIVO 400.000

PATRIMONIO NETO 568.500

ESTADO DE RESULTADOS

VENTAS 250.000

COSTO DE VENTAS - 125.000

UTILIDAD BRUTA 125.000

GASTOS COMERCIALES - 12.500

GASTOS DE ADMINISTRAC - 30.000

RESULTADOS FINAN Y TEN

deudores incobrables	-	25.000	
desvalorización bs. cambio	-	5.000	
intereses bonex 89	+	450	
	- - - - -		29.550

RESULTADOS EXTRAORD.

venta de bienes de uso			50.000
------------------------	--	--	--------

RESULTADO ANTES IMP.			102.950
-----------------------------	--	--	---------

IMPUESTO 30 %	-	30.885	
---------------	---	--------	--

RESULTADO NETO			72.065
-----------------------	--	--	--------

AJUSTES A LA VALUACIÓN**AL PATRIMONIO NETO**

P.N. CONTABLE			568.500
---------------	--	--	---------

BONEX 89	-	4.000	
----------	---	-------	--

PREVISIÓN DESV. BS. CAMBIO			5.000
----------------------------	--	--	-------

PREVISIÓN INCOBR. EXTRAOR			22.000
---------------------------	--	--	--------

AJUSTE VALOR BS. DE USO	-	120.000	
-------------------------	---	---------	--

PATRIMONIO NETO AJUSTADO			471.500
---------------------------------	--	--	---------

AL ESTADO DE RESULTADOS

ESTADO CONTABLE ANTES IMP			102.950
---------------------------	--	--	---------

DEUDORES INCOB. EXTRAORD			22.000
--------------------------	--	--	--------

DESVALORIZ. BS. CAMBIO			5.000
------------------------	--	--	-------

INTERESES BONEX	-	450	
-----------------	---	-----	--

VENTA BIENES DE USO	-	50.000	
---------------------	---	--------	--

traspaso			79.500
----------	--	--	--------

traspaso		79.500
IMPUESTO 30%	-	23.850
	- - - - -	- - - - -
RESULTADO ESPERADO		55.650
	= = = = =	= = = = =

Consideraciones específicas:

- 1) Bonex 89. Se trata de una inversión transitoria por excedentes de liquidez. Se elimina del patrimonio por no ser un activo de permanencia.
- 2) Previsión desvalorización bienes de cambio. Se trata de una estimación contable no verificable en la práctica. Se recupera en el cálculo.
- 3) Previsión incobrables extraordinarios. Se trata de un cliente declarado en quiebra, que afectó el nivel normal del saldo en Créditos. Se recupera.
- 4) Valor de bienes de uso. La empresa contablemente valúa sus bienes al costo histórico ajustado. Sin embargo, hechas las estimaciones del caso se piensa que el valor está sobrevaluado. Se deduce del cálculo
- 5) Intereses de bonex. Se elimina por no constituir un ingreso normal.
- 6) Resultado venta bienes de uso. Constituye un resultado extraordinario. Se elimina del resultado.

Hechas estas consideraciones, pasamos a la aplicación de los distintos métodos de valuación antes descriptos.

RESOLUCIÓN DEL CASO

A Por el Método reditual

$$W = \frac{\text{RME}}{i} = \frac{55.650}{0,15} = \$ 371.000$$

Siendo "i" la tasa de rentabilidad normal para el mismo riesgo de empresa

B Por el Método patrimonial-reditual

$$\begin{aligned} W &= K + A (1,5, 0.15) \times (\text{RME} - iK) = 471.500 + (55.650 - 0,15 \times \\ &471.500) = 471.500 - 15.075 \quad A (1,5, 0.15) = 471.500 - 50.534 = \\ &= \$ 420.966 \end{aligned}$$

C Por el Método financiero-reditual

Determinación de los cinco flujos anuales:

$$F1 = 250.000 \times 1.03 \times 0.33 \times 0.70 - (257.500 - 250.000) \times 1,02 = 51.833$$

siendo:

Gt la tasa de crecimiento estimada de ventas 3 % anual

Pt porcentual de utilidad antes de interés e impuestos sobre ventas 33%

Cv inversión en capital de trabajo incremental estimada 2%

Si aplicamos la fórmula antes descripta sucesivamente, tendremos:

$$F2 = 53.387$$

$$F3 = 54.989$$

$$F4 = 56.639$$

$$F5 = 58.338$$

El VAN de los Ft descontados al 15% anual es = 182.984

$$W = \text{Van Ft} + \frac{F5 \times (1+r)}{0,15 - r} - \text{Pasivos}$$

Siendo r la tasa de crecimiento residual para la perpetuidad representativa del valor final de la empresa. La definimos arbitrariamente en un 1% anual.

$$W = 182.984 + \frac{58.338 \times 1,01}{0,15 - 0,01} - 400.000 = \$ 203.851$$

Opinión acerca de los resultados obtenidos a través de los tres métodos de valuación. Conclusión.

Los tres métodos nos permiten observar algunas particularidades que los asemejan pero que también los distancian entre sí.

Si observamos por pares en la comparación, tanto el método reditual puro como el método financiero ponen énfasis en los resultados que se obtienen de la explotación operativa. La composición final de sus ecuaciones permiten observar que el componente distinguible es el rédito esperado, sea este medio o normal, o bien la consecuencia de un flujo financiero neto. El segundo método considera un primer bloque de resultados financieros para los cinco primeros ejercicios y un segundo bloque para el valor final de la empresa expresado como una perpetuidad, deducido el efecto de la financiación. Este último término es la particularidad que lo diferencia del método reditual puro, dado que lo que se pretende es determinar un valor "patrimonial financiero". La corriente de flujos financieros para los cinco primeros años y la perpetuidad representativa del valor final de la empresa, representan el valor del "Activo", mientras que el efecto de la financiación, está dado por los pasivos que normalmente financian a la empresa. Pero ese activo tan peculiar, no se corresponde con bienes tangibles, sino que se trata de la capacidad de generar recursos en forma de flujos financieros que los

inversores esperan recibir. Lógicamente quien esté dispuesto a pagar un precio por esa empresa, comprará también su pasivo por el cual se hace cargo.

Pero analizando concretamente la composición de cada fórmula vemos que el método financiero, intenta subrepticamente reconocer que existe un valor para los activos, medido a través de esa corriente de flujos financieros, a la cual se deduce el efecto de la financiación normalizada.

Si por empresa entendemos todos los recursos que se ponen en juego para obtener un rédito y reintegrar fondos consistentes en dividendos a sus propietarios, no cabe duda que el método financiero lo está reconociendo.

Por otra parte, el método reditual solamente es un valor indicativo de la capacidad de generación de fondos operativos, sin tener en cuenta los activos involucrados en el proceso de generación, ni el efecto de la financiación de terceros.

Por lo expuesto, nos inclinamos por el método financiero dado que considera al valor de la empresa, si bien con una difusa precisión acerca del componente de los activos, como un valor patrimonial neto del efecto de la financiación.

Si la comparación la hacemos entre el método patrimonial - reditual y el método financiero, observamos que ambos parten de la premisa de que el valor se determina por diferencia entre activos y pasivos. El rédito normalizado está presente en ambas ecuaciones, y salvo formas de expresión aparentemente dispares, ambos métodos tienen la misma estructura lógica.

La diferencia monetaria que en ejemplo puede observarse entre un resultado y otro (aproximadamente \$ 217.000) que entendemos es significativa, surge como consecuencia de esa discrepancia en la determinación del valor atribuible a los activos.

Para el método patrimonial-reditual la valuación de los activos es bien concreta: cuánto valen hoy los activos puestos a disposición del proceso de generación del rédito, corregidos para no duplicar su consideración, por una corriente anualizada diferencial del rédito medio esperado deducido el interés del capital propio. Es bien explícita la valuación de bienes tangibles en especial máquinas, equipos, instalaciones esenciales para la prosecución de la empresa, es decir, útiles para mantener la fuente del rédito. El mantenimiento de un nivel productivo, depende de esos bienes, salvo que quien compre esa empresa, decidiese reconvertirla. Tampoco debe descartarse la incidencia de los créditos a cobrar, los que

aportarán un saldo de liquidez extra, aún no ingresada en forma de valores disponibles.

La mayoría de las empresas productivas se sentirán inclinadas por hacer valer sus activos en la consideración del valor de transferencia, máxime si se asegura su continuidad tal como se la compra por parte de los nuevos propietarios.

Desde ya no descartamos las bondades del método financiero, pero su aplicación es más apropiada para evaluar la potencialidad de generar cash independientemente del peso que puedan tener los bienes productivos. Esto es aplicable de considerarse una fuerte reconversión, desguace o incorporación de nueva tecnología, factores todos que serán incorporados por los nuevos propietarios.

NOTAS:

(1) GUATRI, L.: op. cit. pag. 74

(2) GUATRI, L.: op. cit. pag. 75

REFORMULACION DEL OBJETIVO DE LA ADMINISTRACIÓN FINANCIERA.

CONCLUSIÓN FINAL.

A lo largo del presente ensayo, y tal como quedó planteado en la introducción del mismo, nos ocupamos del tema central que es objeto de estudio de la Administración Financiera: maximizar el valor presente de la empresa. Pero el problema que se nos presentaba era saber con precisión a que concepto nos referíamos cuando hablamos de VALOR. Los tratadistas en general interpretan que ese valor por el cual la gerencia debe concentrar todos sus esfuerzos, es el que corresponde a la cotización de las acciones. Sin embargo, pudimos demostrar que ese objetivo solo es cumplible tangencialmente dado que las políticas de la gerencia no tienen una implicancia mecánica directa con aquel. No obstante la gerencia debe orientar sus políticas para crear valor objetivo, concepto este que corresponde a la factibilidad de generar recursos operativos positivos, que más tarde se verán reflejados en la cotización de mercado, pero en forma indirecta. Quienes pretenden explicar el precio de las acciones como una expectativa de dividendos futuros descontados, se sustentan en bases científicamente falsas, dado que el precio no es consecuencia de una corriente de flujos futuros, sino más bien, una tasa de intercambio sujeta a los vaivenes de la economía y las finanzas en su conjunto.

Para demostrar esto, se presentaron en el capítulo anterior los métodos de valuación consensuados por académicos y financistas para determinar el valor de transferencia de una compañía. Mucho más fácil sería el cálculo de ese valor, si a la cantidad de acciones emitidas la multiplicáramos por su precio de cotización hoy. Pero sabemos que estaríamos cometiendo una grosera arbitrariedad, al valuar la empresa de esa forma. De ahí que en la práctica el valor de una empresa, nada tiene que ver con la cotización de las acciones. EL precio no refleja ese valor objetivo, demostrable, confiable y perdurable, como oportunamente habíamos señalado. Los valores de mercado son ajenos y no representativos de la realidad económica de la empresa y sus perspectivas.

Por todo lo expuesto, la gerencia debería concentrarse en buscar todas las alternativas posibles con la finalidad de incrementar el valor objetivo a través de las decisiones de inversión, de financiamiento y de pago de dividendos, que justifican su accionar. Nos inclinamos a pensar en objetivos a largo plazo para la empresa, por lo que el rédito normalizado

da una medida de esos objetivos a maximizar, siempre que se mantenga para la empresa, la misma clase de riesgo por los nuevos emprendimientos que se estudien.

Una política oportuna de maximización del Valor, está asociada a la política de reinversión de utilidades para financiar el fortalecimiento y expansión de la empresa, aspecto genéricamente importante a tener en cuenta sujeto a las siguientes premisas:

“ a) que la inversión de las utilidades no distribuidas sea considerada satisfactoria por el accionista cuando genere resultados tales como para influenciar el valor de las acciones en una medida, por lo menos, equivalente al importe retenido;

b) que el valor accionario total coincida con el valor del capital económico de la empresa (W), a su vez definido por la relación entre el (RME) y la tasa de capitalización (k).

Para una retención equivalente a (Q), la condición general a realizar es, por lo tanto:

Q menor o igual al Incremento de W

donde el Incremento de W representa la variación de W debida a la retención y a la consiguiente inversión. Si permanece inalterada la calidad del rédito y por lo tanto el riesgo, la retención se vuelve aceptable para el accionista cuando la inversión presenta un rendimiento que equivale por lo menos a la tasa de capitalización k ” (1) .

Este aspecto de vital importancia, marca una definida estrategia de la gerencia para crear valor, uno de sus objetivos primordiales. Entre estos, nada es más importante que asegurarle larga vida a la empresa, mediante la maximización del (RME) y el mantenimiento consecuente de la misma clase de riesgo.

Mientras tanto, los accionistas verifican su valor de mercado accionario. Atento a ello, la gerencia actúa interviniendo positivamente, “avanzando y anticipándose a los movimientos del mercado”. Ante un aumento del precio de mercado, la empresa en busca de financiamiento, emite acciones adicionales, facilitando de esta forma la capitalización de la empresa. Desde luego esta política provoca la contención del “pay - out” (relación entre dividendo y utilidad), traduciéndose este proceder, como reflejo

positivo de los negocios del pasado, en opiniones favorables que se forman los accionistas para el futuro de la empresa.

La relación entre el objetivo de maximizar (W) y la intervención positiva en el mercado tal como se la indicó en el párrafo anterior, es naturalmente inferior a la unidad, por efecto del descuento de minoría inherente a las cotizaciones referidas a paquetes de dimensión limitada. Es decir, no debemos esperar que ante un incremento porcentual de (W), se traduzca en la misma proporción como aumento del precio de cotización de las acciones.

Para L. Guatri una diferencia razonable sería del 15% al 25%. De ocurrir ello, se presume que las políticas gerenciales de modificación o agregado de valor al capital económico se transmiten correctamente al mercado de valores.

Entonces la relación Valor de mercado / W siempre es menor o igual a 1. Si por razones ajenas a la empresa, en especial razones especulativas, el valor de mercado se eleva, esto debe considerarse como una buena oportunidad para colocar nuevas emisiones de acciones para capitalizar a la empresa, con el objeto de obtener financiamiento para evaluar nuevas oportunidades de inversión anteriormente desaprovechadas, mejorar la liquidez o transformar el pasivo en capital. En caso contrario no es procedente intervenir en el mercado de las propias acciones.

Si bajara el valor de mercado más allá de los límites del 15-25% antes señalado, es porque las expectativas de los inversores está debilitada por factores presuntamente reales: malas perspectivas de rendimiento operativo, incremento del nivel de riesgo financiero comparado con otras empresas de la misma clase de riesgo, etc. La gerencia deberá llevar a cabo políticas apropiadas para bajar ese nivel de riesgo asociado con costos fijos abultados para un nivel de ingresos dado. Se abre una encrucijada de hierro:

- a) Reducir o directamente eliminar explotaciones deficitarias, líneas de productos, sistemas de producción, etc.
- b) Vender activos ociosos.
- c) Reducir o capitalizar el pasivo mediante acuerdos de extensión de plazos.
- d) Automatizar sistemas productivos.
- e) Replantear el nivel óptimo del personal, determinando cuales son las estructuras que crean valor agregado, desactivando aquellas improproductivas.

f) Reducción de costos administrativos analizando circuitos que “engordan” la burocracia interna.

Como vemos, la gerencia no sólo debe crear e incrementar el valor de (W), sino que es una misión fundamental el poder transferir sus actitudes a los precios de mercado de las acciones. Como vemos, ahora sí el objetivo del administrador financiero es coherente. Su objetivo esta enmarcado dentro de la empresa mediante acciones que contribuyan a crear valor, y externamente, a transferirlo al mercado para que sea captado por los inversores mediante la cotización de las acciones.

La gerencia crea valor:

- a) Evaluando alternativas estratégicas del negocio mediante innovaciones que permitan obtener: mejoras de la productividad a través de economías de escala, evaluando canales de distribución alternativos, presentación atractiva de productos (redefinición del packaging), etc.
- b) Mejorando la rentabilidad mediante la fusión o cesión de áreas de negocios, bien sea que el impacto se produzca en el nivel de costos fijos o aprovechando la especialización de los asociados en los aspectos de comercialización, producción y distribución.
- c) Mejorando el efecto de palanca financiera positiva, mediante la reestructuración del pasivo.

La gerencia transfiere valor al mercado:

- a) Desarrollando una adecuada política de información con el mercado, preparando estados financieros oportunos e integrales acerca de lo ocurrido en la empresa en el pasado inmediato, acompañado de estadísticas y proyecciones del negocio, y de la industria o ramo donde está incluida.
- b) Indicando que perspectiva deben esperar los inversores para el futuro mediano y a largo plazo, previendo una política de pago de dividendos, dedicando un párrafo especial a la tendencia que se espera respecto de una tasa anualizada de crecimiento de dividendos.
- c) Mediante la intervención reguladora de la oferta y demanda de acciones, tal como vimos más arriba, bien sea para capitalizar la empresa o bien para adoptar medidas de ajuste y reestructuración.

La información constituye el elemento esencial vinculado a las expectativas que se forme el inversor acerca del futuro estado de la empresa, siendo esta la razonable estimación del capital económico del cual ellos son propietarios. La imagen que estos inversores se formen, se traducirá en el valor de mercado de las acciones, imagen esta apropiada del valor económico de la empresa.

NOTAS:

(1) GUATRI, L.: op. cit. pag. 72

BIBLIOGRAFÍA CONSULTADA

VAN HORNE, James C.: "Administración Financiera" Ediciones Contabilidad Moderna Bs.As. 1976

VAN HORNE, James C.: "Administración Financiera" Prentice Hall. Hispano America SA. Mexico 1993

BRAELEY, R. MYERS, S.: "Principios de finanzas corporativas" Mac Graw Hill. Mexico 1989

BIERMAN JR., H : "Planeación financiera estratégica" CECSA, Mexico 1987

BIERMAN, H. SMIDT, S: "El presupuesto de bienes de capital". Fondo de cultura económica. México 1977

MODIGLIANI, F. MILLER, M.: "Costo de capital, valor de mercado y teoría de la inversión". Revista Administración de Empresas Tomo I pag. 725 - 767. Ediciones Nueva Técnica.

GONZALEZ DOSIL, R.: "Teoría de la estructura de capital". Revista Administración de empresas Tomo XIII pag. 97 - 113.

MILLER, M.: "The Modigliani-Miller propositions after thirty years". Journal of economic Perspectives. Volume 2, number 4 Fall 1988 pages 99 - 120.

SCHWARTZ, E.: " Estructura óptima de financiamiento" Revista Administración de Empresas. Tomo II. pag. 507 - 632

ALEXANDER, G. SHARPE, W. "Fundamentals of investments" Prentice Hall Inc. New Jersey 1989

GUATRI, L.: "Valuación de las empresas, principios y métodos". Revista Finanza Marketing e Produzione. Universidad L. Bocconi. Milán. Italia 1992.

MISES, L. von: "La acción humana". Unión Editorial SA. Madrid 1986.

BOHM BAWERK, E.: "Capital e interés" . Fondo de cultura económica. México 1986.

WESTON , F BRIGHAM, E. : "Finanzas para ejecutivos". Editorial Mundi SACIF. Bs.As. 1969

WESTON, F. COPELAND T.: "Finanzas en Administración" 8a Edición. Editorial Mc Graw Hill. Mexico 1988

LINTNER, J.: "American Economic Review" pag. 97 - 113 . Nro 46. Mayo 1956.

GÓMEZ BEZARES, F.: "Las decisiones financieras en la práctica". Editorial Desclee de Brouwer SA. Bilbao 1986.

SUAREZ SUAREZ, A.S.: "Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa". Editorial Pirámide SA. Madrid 1980.

PASCALE, R.: "Decisiones Financieras". Ediciones Macchi. Bs.As.1995

SLIM, J. SIEGEL, J.: "Administración Financiera". Mac Graw Hill. Colombia 1988