

CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO

2.1. Modelo de Merton H. Miller y Franco Modigliani (M & M) de 1966

2.1.1. Antecedentes del Modelo de Merton H. Miller y Franco Modigliani (M&M)

Según el artículo de 1961 llamado “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”, publicado por estos dos autores, Modigliani y Miller, en *The Journal of Business*, cuestionaron mucho el pensamiento académico y profesional y comentaron que con mercados financieros suficientes y sin imperfecciones, las políticas de endeudamiento y dividendos de una empresa en realidad no eran importantes desde el punto de vista de la valuación. Los trabajos que le siguieron se hicieron sobre estos temas y han tratado de identificar las imperfecciones del mercado que podrían lograr un efecto en la valuación.

Según en el *Journal of Financial Economics* de octubre de 1976, en el artículo llamado “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure” de Michael C. Jensen y William H. Meckling, desarrollaron una teoría de la empresa bajo convenios de agencia. Y, anteriormente, en el *Journal of Finance* de mayo de 1970, en el artículo “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work” de Eugene F. Fama, se demuestra que lo principal, para los accionistas, es que pueden asegurarse de que los agentes (la administración) tomen las decisiones óptimas sólo si se les dan incentivos adecuados y sólo si los supervisan. Dichos incentivos incluyen opciones de acciones, primas y gratificaciones y guardan relación directa en cómo las decisiones de

la administración benefician los intereses de los accionistas. La supervisión es con el procedimiento de afianzar al agente, revisando periódicamente los beneficios de la administración, auditando los estados financieros y limitando las decisiones de la administración. Es obvio, que estas actividades de control cuestan por la separación de la propiedad de una corporación. Cuanto menor sea el porcentaje de propiedad de los administradores, menor será la posibilidad de que se comporten en una forma encaminada a elevar al máximo la riqueza de los accionistas y será mayor la necesidad de que los accionistas que no participan en la administración los supervisen.

Según Eugene F. Fama sugiere, en su artículo llamado “Agency Problems and the Theory of the Firm” de abril de 1980, publicado en el Journal of Political Economy que, la primera supervisión de los administradores no la realizan los dueños sino el mercado laboral administrativo. Además, afirma que el control de la administración de una gran corporación está separado por completo de la propiedad de sus valores. Los mercados de capital eficientes avisan sobre el valor de las acciones de una compañía y, por lo tanto, sobre el desempeño de sus directores. Si el mercado laboral administrativo es competitivo, tanto dentro como fuera de la empresa, controlará a la gerencia. En esta situación obtienen más importancia los avisos que se reciban por los cambios en el valor total de mercado de los valores de la empresa.

2.1.2. Desglose de la Fórmula para determinar si las empresas con utilidades crecientes tienen un mayor Múltiplo Precio Utilidad que otras empresas que no lo han tenido

El Modelo de Modigliani y Miller (M & M) de 1966, es un modelo de valuación, comúnmente llamado M & M, que da las bases para investigar la relación entre la Utilidad Contable por Acción y el Precio por Acción. (Van Horne, 1995).

Según Barth, Elliott y Finn, en su artículo de 1999 llamado “Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings” del Journal of Accounting Research, el modelo subyacente o fundamental, para cada año de una empresa, se representa con la fórmula:

$$\text{PRECIO} = 1/rE^* \quad (1)$$

Donde PRECIO es el precio por acción, r es la tasa de descuento, y E* es la utilidad o las ganancias permanentes. Se observa la utilidad contable por acción como un poder para las utilidades permanentes, la fórmula 1 guía a la siguiente relación:

$$\text{PRECIO}_{it} = a_0 + a_1N_{it} + e_{it} \quad (2)$$

Esta fórmula es para determinar si las empresas con utilidades crecientes tienen un mayor Múltiplo Precio Utilidad que otras empresas, se estimaron versiones de la fórmula 2 y, la prueba a1, es más grande para las empresas con utilidades crecientes.

Posteriormente, se estimó la siguiente ecuación:

$$\begin{aligned}
 \text{PRECIO}_{it} = & a_0 + \text{yr} = 88 a_{0,\text{yr}} \text{Dyr}_{it} + a_1 \text{NI}_{it} + \text{yr} = 88 a_{1,\text{yr}} (\text{Dyr}_{it} * \text{NI}_{it}) \\
 & + a_{1,\text{up}} (\text{Dup}_{it} * \text{NI}_{it}) + a_2 (\text{GROWTH}_{it} * \text{NI}_{it}) \\
 & + a_3 (\text{EVAR}_{it} * \text{NI}_{it}) + a_4 (\text{DE}_{it} * \text{NI}_{it}) + \text{E}_{it} \quad (3)
 \end{aligned}$$

Donde:

PRECIO = Precio por acción al final del año fiscal.

NI = Utilidad por acción antes de las partidas extraordinarias y las operaciones descontinuadas.

Dyr = Es el indicador variable que iguala uno de los años de 1988 a 2000, y no de otro modo.

Dup = Es el indicador variable que iguala uno de los años para las empresas con al menos 5 años continuos de utilidades crecientes y no de otro modo.

GROWTH = Cinco años de crecimiento en la tasa anual compuesta del valor en libros de la propiedad neta, BVE, $(\text{BVE}_t / \text{BVE}_{t-6})^{1/5} - 1$.

EVAR = La varianza del cambio de porcentaje de las utilidades de los pasados seis años $(\text{NI}_t - \text{NI}_{t-1}) / \text{abs}(\text{NI}_{t-1})$.

DE = Deuda de las relaciones de estructura de capital.

i, t = Indica empresas y años.

Esta investigación también ha sido abordada por otros investigadores como Mary E. Barth, John A. Elliott y Mark W. Finn, que en su artículo “Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings” del Journal of Accounting Research de 1999, hicieron estudios acerca de este tema y en este trabajo se continúan.