

CAPÍTULO III. MARCO CONCEPTUAL

3.1. Evolución de las Finanzas

Desde un inicio, los gerentes financieros tuvieron que afrontar varios aspectos con la forma en que los inversionistas y acreedores evaluaban la empresa y cómo una decisión en particular afectaba a sus valuaciones respectivas. Esto ocasionó que se idearan modelos de valuación para ser utilizados en la toma de decisiones financieras. Una situación interesante fue el observar que muchos de los modelos de valuación de dividendos desarrollados durante la década de 1950 para la valuación de la empresa, como el trabajo hecho en 1938 por John Burr Williams, no trascendieron en las finanzas por casi veinte años. Sin embargo, por la preocupación de la valuación que se presentó en la década de 1950, se produjo la evaluación crítica de la estructura de capital y de la política de dividendos de la empresa en relación con la valuación en conjunto. Con los artículos publicados por Modigliani y Miller en 1958 y 1961 sobre estos temas, establecieron las bases para estudios teóricos más profundos que continúan actualmente.

3.2. Objetivo fundamental de la empresa

Como decíamos antes, los gerentes financieros, en la evolución de las finanzas, tienen que acostumbrarse a aceptar los cambios y superar los retos que se proponen. Para esto, tienen que entender a la perfección el objetivo principal de la empresa que, como ya se mencionó anteriormente, es aumentar al máximo el valor de sus accionistas. Este se cree

que es el objetivo más adecuado, pero es una meta más amplia el maximizar la riqueza del accionista. En primer lugar, las utilidades totales no son tan relevantes como las utilidades por acción. Una compañía siempre puede ir aumentando las primeras emitiendo acciones y utilizando los ingresos de su venta para invertir en certificados de la Tesorería. Sin embargo, el maximizar las utilidades por acción no es un objetivo completamente apropiado, porque no especifica la oportunidad o duración de los rendimientos esperados y, entonces, se haría la pregunta: ¿ Es más valioso el proyecto de inversión que producirá un rendimiento de \$ 100,000 dentro de 5 años o el proyecto que producirá rendimientos anuales de \$ 15,000 en cada uno de los próximos cinco años ? La respuesta a esta pregunta depende del valor del dinero en el tiempo. Los accionistas que reaccionen favorablemente a un proyecto que prometiera su primer rendimiento dentro de cien años, no serían muchos; no importa el monto de este rendimiento, sino el tiempo de los rendimientos. (Van Horne, 1988). Lo que sería una limitación para cumplir con el objetivo fundamental de la empresa.

Otra limitación del objetivo de elevar al máximo las utilidades por acción es que no toma en consideración el riesgo o la incertidumbre del flujo de utilidades. Algunos proyectos de inversión tienen más riesgo y, por lo tanto, el posible flujo de utilidades por acción no considera cualquier dividendo que pueda pagar la compañía. (Van Horne, 1988).

Por todo lo anterior, el objetivo de maximizar las utilidades por acción tal vez no sea el mismo que el elevar al máximo el precio del mercado por acción, éste representa el valor que los participantes en el mercado le dan a la empresa. (Van Horne, 1988).

3.3. Objetivos de la administración de la empresa

Ahora, con respecto a los objetivos de la administración, éstos pueden ser diferentes de los que tienen los accionistas de la empresa. En una gran corporación, la tenencia de las acciones puede estar distribuida en una forma muy amplia en que los accionistas ni siquiera puedan formular objetivos propios y, además, no puedan controlar o influir sobre la administración. Tradicionalmente, la propiedad y el control son cosas diferentes, la primera es lo que hace que la administración actúe según sus propios intereses y no en favor de los intereses de los accionistas. Y, en relación al control, se puede pensar en la administración como un agente de los dueños; en donde los accionistas, confían en que actuarán en defensa de sus intereses y le delegan autoridad para tomar decisiones.

Por último, dado que el principio de aumentar al máximo la riqueza del accionista, da una guía racional para dirigir un negocio y para la eficiente asignación de los recursos en la sociedad, se le utiliza como el objetivo para tomar las decisiones financieras.

3.4. Objetivos del Mercado de Capitales

Los mercados de capital tienen como propósito distribuir eficientemente los recursos de los ahorradores finales entre los usuarios finales de los fondos los que, al mismo tiempo, los invierten en activos reales. Además, para que los ahorros sean oportunidades de inversión más prometedoras, se necesita que su flujo se controle por un criterio económico lógico. (Van Horne, 1988). En su mayor parte la asignación de los ahorros en una economía es sobre la base de los rendimientos y riesgos esperados. Por lo tanto, el valor de mercado de las acciones de una empresa, que incluye ambos factores,

refleja el compromiso que hace el mercado entre el riesgo y el rendimiento. Si las decisiones se toman pensando en el efecto que sobre el valor de mercado tienen sus acciones, la empresa sólo atraerá el capital cuando sus oportunidades de inversión justifiquen el uso de ese recurso en la economía global. Cualquier otro objetivo es muy seguro que dé por resultado, la asignación de fondos en una forma no óptima, produciendo una estructura de capital y un crecimiento de la economía por debajo del nivel óptimo. (Van Horne, 1988).

3.5. Funciones de las finanzas

Las funciones de las finanzas comprenden tres decisiones importantes que la empresa debe de tener muy presentes (Van Horne, 1988):

- La decisión de Inversión
- La del Financiamiento
- La de Dividendos

Cada una de estas funciones debe ser considerada en relación con el objetivo de la empresa. Si se combinan bien las tres, se producirá el máximo valor de la empresa para sus accionistas. Por la vinculación que hay entre las decisiones, se necesita considerar su repercusión a nivel global sobre el precio de mercado de las acciones de la empresa. (Van Horne, 1988).

La primera función tiene como principal aspecto la inversión de capital en aquellos proyectos en que los beneficios se obtendrán en el futuro. Ya que los beneficios no se conocen con seguridad, es inevitable que en los proyectos de inversión haya riesgo. Por esto, deben evaluarse en relación con el rendimiento y el riesgo esperados, pues estos factores son los que afectan la valuación de la empresa en el mercado. En esta función, también, se toma en cuenta la determinación de reasignar el capital cuando un activo ya no justifica, económicamente, el capital comprometido en él. Por lo que, la inversión de capital determina el número total de activos que tiene la empresa, su composición y la naturaleza del riesgo comercial de la empresa según lo perciben los que aportan el capital. De igual forma, la utilización de un criterio de aceptación adecuado, o tasa de rendimientos requerida, es esencial para decidir invertir. (Van Horne, 1988).

Del mismo modo, los mercados financieros proporcionan la prueba clave para la toma de decisiones de inversión. Si se deba tomar o no una decisión de inversión en particular es un hecho que depende tan sólo de esta prueba: Si existe una alternativa que no cumple las expectativas del inversionista en los mercados financieros, la inversión debería ser rechazada; en el caso contrario, valdría la pena emprender la inversión. Lo importante de esto es que el inversionista no necesita usar sus preferencias para decidir si la inversión debería ser emprendida o no. Además, indiferentemente de las preferencias del individuo o de la organización, por el consumo de este año o del siguiente, y sin importar cuál sea su nivel o grado de paciencia o impaciencia individual u organizacional, tomar decisiones de inversión adecuadas depende tan sólo de su comparación con las alternativas disponibles en los mercados financieros. (Ross, 2000).

La segunda función de las finanzas, la decisión del financiamiento, consiste en que el gerente financiero determine cuál es la mejor mezcla de financiamiento o composición

del capital. Si una compañía, puede cambiar su valuación total mediante modificaciones en la composición de su capital, debe existir una mezcla financiera óptima, por la que se pueda llevar al máximo el precio de mercado por acción. (Van Horne, 1988).

La tercera función y decisión importante en las finanzas, es la decisión de dividendos, que incluye el porcentaje de las utilidades a pagar a los accionistas mediante dividendos en efectivo, la estabilidad de los dividendos absolutos en relación con una tendencia, dividendos en acciones y división de acciones, así como la readquisición de acciones. Y al tomar esta decisión de dividendos, debe ser analizada a partir de la decisión de financiamiento. (Van Horne, 1988).

Siguiendo con la evolución de las finanzas, falta hablar de cómo se administra, esto comprende la solución de las tres decisiones importantes mencionadas anteriormente, ya que juntas determinan el valor que la empresa tiene para sus accionistas. Si la empresa quiere maximizar el valor de la empresa para sus accionistas, debe esforzarse por lograr la combinación óptima de las tres correlacionadas. Un ejemplo de esto, es la decisión de invertir en un nuevo proyecto de capital, que necesita el financiamiento de la inversión; ésta, a su vez, influye sobre la decisión de dividendos, ya que las utilidades retenidas que se utilicen en el financiamiento interno representan dividendos perdidos por los accionistas. Reuniendo todo esto, se alcanzarán decisiones óptimas. (Van Horne, 1988).

3.6. Múltiplos

En relación con los Múltiplos (earnings ratios), estos son razones financieras que se obtienen siguiendo los mismos principios y métodos que las razones financieras clásicas (razón de liquidez, razón de rentabilidad, etc.). Los múltiplos, aparte de que sirven, al igual

que las razones financieras tradicionales, como parámetros para conocer la situación de la empresa, se utilizan para tomar decisiones de compra, venta, retención o abstención; por tanto, están dirigidos al inversionista. Del mismo modo, son indicadores que se extraen de los estados financieros, surgen de la comparación de partidas específicas y reflejan la situación de los signos vitales de las empresas. (Rueda, 2002).

Otra característica de los múltiplos, es que sirven a los accionistas para saber si, desde el punto de vista de la situación financiera de la empresa, las acciones que posee o pretende comprar son caras o baratas y si las aprovecha para tomar decisiones; si según los múltiplos, las acciones están baratas, las compra; si ya las posee, se preocupa; si están caras, las vende o evita comprarlas. (Rueda, 2002).

3.7. Tipos de Múltiplos en el Mercado de Valores

En el mercado de valores, en todo el mundo, se reconocen seis múltiplos valiosos:

- Utilidad por acción, UPA (Earnings Per Share, EPS)
- Precio/Utilidad, P/U (Price-Earnings, PE)
- Flujo de efectivo por acción, FEPA (Cash Flow per Share)
- Utilidad antes de impuestos, intereses, depreciación y amortización, UAIIDA (Earnings Before Tax, Interest, Depreciation and Amortization, EBITDA) por acción
- Valor de la empresa/UAIIDA (Firm Value/EBITDA)
- Precio/Valor en libros, PR/VL (Price-Book Value)

En esta investigación se utilizaron los dos primeros, que son la Utilidad por Acción, UPA (Earnings Per Share, EPS) y, el Múltiplo Precio/Utilidad, P/U (Price-Earnings, PE), que a continuación se explican más a detalle.

3.8. Múltiplo Utilidad por Acción

Por su parte, la Utilidad por Acción (UPA), es el blanco predilecto del inversionista porque representa lo que recupera o gana en cada periodo por su inversión realizada. Además, refleja la parte proporcional de las utilidades netas que la empresa ha logrado en los últimos 12 meses y que le corresponden al tenedor de cada acción. (Rueda, 2002).

La UPA de una empresa es el cociente de la división del importe de las utilidades netas entre las acciones en circulación, lo que se ejemplifica así (Rueda, 2002):

$$\text{UPA} = \text{Utilidad Neta/Acciones en Circulación}$$

La cifra que resulta es lo que cada accionista estaría obteniendo de utilidad, si el consejo de la empresa decidiera decretar dividendos y repartirlos por cada una de las acciones que posea.

3.9. Múltiplo Precio Utilidad

Por otra parte, el Múltiplo Precio/Utilidad, es la recuperación de la inversión y, además, es una relación que indica el número de veces que es mayor el precio de la acción en comparación con la utilidad por acción (UPA) de los últimos 12 meses. Si el precio de la

empresa estudiada fuera, por ejemplo, de \$ 14.10 a la fecha del reporte y la UPA, según el reporte es de 0.429, la relación precio utilidad es 32.8671; esto es (Rueda, 2002):

$$\text{Múltiplo Precio/Utilidad} = 14.10/0.429$$

$$\text{Múltiplo Precio/Utilidad} = 32.8671$$

El dato anterior significa que el precio de mercado de la acción es más de nueve veces mayor que las utilidades generadas.

A simple vista, el indicador es sólo una cifra aislada, pero no. Con el dato obtenido se confirma el temor de que la recuperación de la inversión, en este caso, es lenta. El que invierte o compra la acción al precio actual de \$ 14.10 tendría que esperar más de 32 periodos similares para recuperar vía dividendos la inversión realizada; lo que hace pensar que la compra no es conveniente. Sin embargo, el público tiene otra vía para ganar, aparte de las utilidades distribuidas: el aumento del precio en el mercado secundario. (Rueda, 2002).

El público debe buscar las P/U del resto de las empresas del sector y saber si el precio de \$ 14.10 que tienen en la bolsa las acciones de la empresa es alto o bajo. Al saber que las relaciones P/U de sus competidores son menos competitivas, las acciones de la otra empresa se consideran más atractivas. (Rueda, 2002).

Por todo esto, es importante que se abordó este tema para que el inversionista, dueño, empleado o el público en general que invierta o trabaje en la empresa, conozca si la empresa es buena o atractiva para que inviertan en ella o no. Además, se probó que la única recompensa o beneficio que da el mercado a las empresas de los diferentes sectores de la Bolsa Mexicana de Valores por haber obtenido utilidades crecientes por tres, cuatro, cinco

y seis años continuos y, de la misma manera, tener un Múltiplo Precio Utilidad mayor que otras que no lo han tenido en esa continuidad de años, cumpliendo con la hipótesis planteada.