

PLANIFICACION Y ESTRUCTURAS FINANCIERAS EFICIENTES

I) Introducción

Los últimos años han sido escenario de un gran desarrollo en el campo de la administración financiera de empresas.

Dentro del mismo, uno de los segmentos que ha merecido tratamientos más intensivos por parte de los tratadistas ha sido el que tiene relación con las decisiones de estructura financiera de la empresa. En efecto, la abundante literatura, de creciente rigorismo científico, ha ido penetrando en el tema al cual se han hecho aportes de notoria significación. Dentro de estas producciones académicas varias teorías tratan de explicar las decisiones óptimas en cuanto a la estructura financiera de la empresa.

No obstante, sus desarrollos han surgido en su casi totalidad en Estados Unidos de América y aunque a veces no se explicitan bien, ellos tienen, en nuestro concepto, supuestos básicos que pueden funcionar adecuadamente en países altamente desarrollados. Varios años de estudios e investigaciones nos han hecho concluir en la necesidad de buscar nuevas teorías que permitan en países como la mayor parte de los latinoamericanos orientar las decisiones de estructura financiera de la empresa.

Es así que, en este trabajo vamos a tratar de delinear, dentro de las limitaciones de espacio que debemos cuidar, nuestro pensamiento sobre algunos aspectos básicos de la problemática de las decisiones de estructura financiera en países subdesarrollados.

En el desarrollo del mismo se expondrá en forma sintética, en primer lugar, las distintas teorías fundamentales que se desarrollaron en EE. UU. Luego se explican las principales razones que entendemos existen para que el funcionamiento de esas teorías no

sea adecuado, en muchos países latinoamericanos. Por último exponemos nuestras ideas en forma de base de lo que podrían ser los grandes lineamientos de una nueva teoría.

II) Teoría tradicional de financiación de la firma

En el planteo efectuado por esta teoría, en las decisiones de estructuras financieras óptimas, las relaciones entre endeudamiento y fondos propios adquieren importancia vital.

Se considera que una estructura financiera es óptima cuando se producen: *a)* por una parte maximizar el valor de mercado de la firma, y *b)* por otra minimizar el costo del capital. El primer aspecto permite que los accionistas acrecienten el valor de sus inversiones, a la vez que el segundo permite a la empresa aumentar su factibilidad de producir utilidades.

La visión tradicional entiende, que distintos niveles de endeudamiento afectan el valor de mercado de la empresa y naturalmente el costo de capital de la misma.

En efecto, por razones de riesgos, el costo del endeudamiento aparece como menor que el de los fondos propios. Ambos, a medida que aumenta el endeudamiento tienen una evolución creciente.

¿Qué evolución tiene entonces el costo total del capital de la empresa a medida que crece el endeudamiento?

La teoría afirma que luego de una porción decreciente se efectúa un mínimo que puede ser un punto o una gama, para comenzar entonces a crecer luego.

Este costo total viene dado por:

$$k = \delta P_1 + iP_2 \quad (1)$$

en donde:

k = costo total de capital de la empresa,

δ = costo de los fondos propios,

i = costo del endeudamiento,

P_1 = proporción de los fondos propios en el total del financiamiento,

P_2 = proporción del endeudamiento en el total del financiamiento.

En los primeros niveles de endeudamiento, aunque la tasa de capitalización de los fondos propios crezca, los beneficios obtenidos por un endeudamiento a bajo costo son tales que hacen crecer el valor de mercado de las partes de capital, o visto de otro ángulo, hacen descender el costo total de capital de la empresa. Al entrar en la ponderación expresada en la ecuación (1) el endeudamiento a un costo más bajo que los fondos propios hacen descender el costo total.



Fig. 1.

Luego de una porción decreciente (ver figura 1), al seguir aumentando en forma moderada el endeudamiento, los beneficios referidos antes se neutralizan y el costo total se hace mínimo en un punto o se estabiliza por un segmento definido por distintos rangos de endeudamiento.

Al seguir endeudándose la empresa, los riesgos se acrecientan y tanto δ como i crecen velozmente y el costo total del capital crece (1).

(1) Para una visión amplia sugiero ver el excelente libro de Ezra Solomon: "The Theory of Financial Management" - Columbia University Press, 1964.

Esta teoría que está basada en lo que conocemos como enfoque de las utilidades netas, llega entonces a establecer una relación óptima de endeudamiento. Sería aquella en la cual se minimiza el costo de capital conjunto.

III) Teoría de Modigliani-Miller

Los profesores Modigliani y Miller desarrollaron en 1958⁽²⁾ una teoría que viene a sentar una posición diferente en las decisiones de estructura financiera de la empresa de la sustentada por la tesis tradicional.

La teoría vista anteriormente se basaba en el enfoque de las utilidades netas, en cambio la expuesta por Modigliani y Miller se sustenta en otro enfoque, el de las utilidades netas de explotación (en las que se eliminan los intereses para la valuación por la vía de la capitalización de los ingresos).

Parten Modigliani y Miller de varios supuestos. Sobre ellos construyen su teoría que desató muchos comentarios en el campo académico.

Suponen empresas operando en un mercado perfecto y que ellas están en clases de riesgo, o sea, con calidades y tipos de utilidades determinadas. Subyace como común denominador la idea de absoluta racionalidad de los inversores.

A esta altura podría preguntarse: ¿Es que existen mercados perfectos? Modigliani y Miller insisten y profundizan llegando a sostener que los mercados de capitales son suficientemente perfectos como para no invalidar sus proposiciones. Sólo una causa de imperfección no fue levantada, la derivada de la deducibilidad de los intereses en el cómputo del impuesto a la renta.

Así es que, demuestran que los niveles de endeudamiento personal y de la empresa son intercambiables y, asumiendo que los impuestos a la renta se excluyen del análisis y que tengan curvas de rentabilidad iguales todos los prestatarios ya sean empresas o personas, es decir que estén dispuestos a

pagar una misma tasa de interés para determinada relación deudas/capital, cualquier discrepancia entre los valores de mercado de dos empresas que tengan activos idénticos será neutralizado por un proceso similar al arbitraje.

Llegan entonces a formular la Proposición I, cuyo desarrollo se expone a continuación⁽³⁾:

Siendo \bar{X}_j el rendimiento probable (antes de deducir intereses de la deuda) de la empresa j y D_j el valor de mercado de las deudas y A_j el valor de mercado de las acciones ordinarias sostienen que:

$$V_j = A_j + D_j \quad (2)$$

La primera proposición afirma que un equilibrio debemos tener:

$$V_j = A_j + D_j = \frac{\bar{X}_j}{\delta k} \quad (3)$$

para la empresa j de la clase k .

La primera proposición puede expresarse en términos de costo de capital, de la siguiente manera:

$$\delta k = \frac{\bar{X}_j}{V_j} \quad (4)$$

Y expresan entonces Modigliani y Miller: "El costo medio del capital de una empresa es independiente de su estructura financiera y es igual a tasa de capitalización del flujo de beneficios dentro de su clase."

En otros términos la relación en que los ingresos netos de la explotación se dividen entre lo que se paga a los obligacionistas y lo que se entrega a los accionistas no puede alterar el valor de mercado de la empresa.

Gráficamente tendríamos:

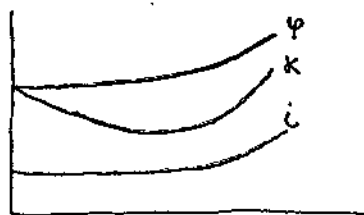


Fig. 2.

Luego en el ya citado trabajo exponen la Proposición II. En esta segunda proposición derivada de la primera, explican el compor-

tamiento de la tasa de rendimiento de las acciones en el caso de empresas que contrajeron deudas.

Sabiendo que:

δk = es la tasa de capitalización de las corrientes futuras inciertas esperadas, para los recursos propios del tipo corriente de la clase de riesgo,
 r = tipo de interés de los recursos ajenos,

A = beneficios netos esperados para las acciones ordinarias,

i_j = tasa probable de rendimiento de la empresa j .

Siendo:

$$i_j = \frac{\bar{X}_j - rD_j}{A_j} \quad (5)$$

y sabiendo la ecuación (3) resulta que:

$$\bar{X}_j = \delta k(A_j + D_j) \quad (6).$$

Si efectuamos sustituciones y simplificaciones en la anterior ecuación (5) tenemos que:

$$i_j = \frac{\delta k(A_j + D_j) - rD_j}{A_j}$$

de donde

$$i_j = \frac{\delta kA_j - \delta kD_j - rD_j}{A_j}$$

de donde

$$i_j = \delta k + (\delta k - r) \frac{D_j}{A_j} \quad (7)$$

La ecuación (7) nos representa la posición segunda de Modigliani y Miller.

Se desprende de la misma que la tasa probable de rendimiento de las acciones tiene una evolución lineal dependiente del: "leverage".

Como lo expresan Modigliani y Miller: "La probable tasa de rendimiento de acciones de una empresa de la clase k , es igual a la tasa de capitalización de sus activos, correspondientes a su clase, más una prima relacionada con el riesgo financiero, que es igual a la relación entre pasivo y capital propio multiplicados por la diferencia entre dicha tasa de rendimiento del activo y la tasa de interés de obligaciones."

Algunos estudios empíricos llevados a cabo por los autores en las industrias petroleras y de ser-

(2) Modigliani, Franco y Miller, Merton: "The cost of capital corporation finance and the theory of Investments" - American Economic Review (junio de 1968).

(3) Se utiliza la misma simbología aplicada por los autores.

vicios públicos encontraron consistencia entre sus proposiciones y la realidad. Sin embargo, comprobaciones realizadas por otros tradistas demostraron que el costo del capital variaba ante cambios en el nivel de endeudamiento, esto fue particularmente notorio cuando se agregó el crecimiento como una nueva variable (4).

Mientras que la teoría tradicional, concluía en una función del costo del capital en forma de U, haciendo un mínimo en un punto o en un segmento. Modigliani y Miller, por el contrario, entienden que la función del costo del capital es una constante ante variaciones de los niveles de endeudamiento.

IV) Teoría de Modigliani y Miller Corrección

Hasta ahora las proposiciones no tuvieron en cuenta los impuestos y su influencia. Años más tarde, en 1963, los profesores Modigliani y Miller efectúan una corrección de su teoría original (5), en la que incluyen la consideración de la influencia de los impuestos.

Las proposiciones señaladas anteriormente asumen nuevas formas.

Así, la proposición I quedó expresada:

$$\bar{X}_j^t = \delta_j^t k - t (\delta k^t - r) \frac{D_j}{v_j} \quad (8)$$

Donde \bar{X}_j^t son los beneficios esperados después de impuestos más intereses pagados y t es la tasa impositiva sobre las rentas.

La modificación introducida trae aparejada importantes diferencias con respecto a la primitiva. En efecto, en lugar de ser constante el costo del capital se torna descendente, siendo entonces una función de la tasa fiscal y de la relación deudas/fondos propios, a causa de la deductibilidad final de los intereses.

$$ij^t = \delta k^t + (1 - t) (\delta k^t - r) \frac{D_j}{A_j} \quad (9)$$

(4) J. Fred Weston: "A test of Cost of Capital Propositions". The Southern Economic Journal (Octubre 1963), vol. XXX.

(5) Modigliani, Franco y Miller Merton: "Taxes and the cost of capital: A Correction". American Economic Review, LIII (Junio de 1963).

También fue modificada la proposición II de su artículo de 1958, la que quedó estructurada como sigue:

Los rendimientos después de impuestos de los recursos propios ya no es función lineal creciente con el endeudamiento en un monto igual a la diferencia entre el costo total del capital y de sus adeudos, ahora crece con el endeudamiento, pero queda reducido por el factor $(1 - t)$.

Estos son, en síntesis, los planteos que efectuaron Modigliani y Miller. Sin embargo, sus proposiciones no parecen resolver un problema importante. ¿Hasta dónde se endeuda una empresa? Ellos sostienen que el costo de capital va decreciendo por las ventajas fiscales que acarrea un aumento del endeudamiento. Pero, parece natural que las empresas cuiden de no usar proporciones de endeudamiento excesivamente elevadas.

Para resolver este problema recurren al concepto de "relación deseada de endeudamiento", en la que además tiene mucha influencia "el máximo permitido por los acreedores" y reafirman además que no dispone aún de un instrumento afinado de análisis teórico para resolver el problema.

V) Teoría de Kessel - Alchian

La teoría expuesta por Kessel y Alchian (6), parte definiendo los activos y pasivos de la empresa en monetarios y reales. Son monetarios aquellos activos o pasivos que son erosionados por la inflación, tales como: Caja, Cuentas a Cobrar, Cuentas a Pagar, etc.

Por el contrario, son reales aquellos activos o pasivos que no son erosionados por la inflación, tal es el caso de los inventarios, maquinarias, capitales, etc.

Se considera deudor monetario neto aquel que tiene un pasivo monetario superior al activo monetario. Por el contrario, es acreedor monetario neto aquel cuyo

activo monetario excede al pasivo monetario.

Sobre esta base los deudores monetarios netos ganan con la inflación y pierden con la deflación, así como los acreedores monetarios netos pierden con la inflación y ganan con la deflación.

Los estudios llevados adelante por Alchian y Kessel, confirmaron que el valor del capital accionario se acrecentó en períodos de inflación en las empresas deudoras monetarias netas, siendo además la ventaja correlacionada con el ratio deudas monetarias - activos monetarios.

El período de deflación también confirmaron sus proposiciones.

La crítica fundamental que se le puede efectuar a esta teoría es que subyace en ella el supuesto de que los acreedores subestimaron la evolución del nivel de precios. Si lo sobrestimaron en sus cálculos los efectos serían exactamente los contrarios. A mayor abundamiento si se previeran en forma correcta tanto por los prestamistas como por los ejecutivos financieros los cambios en el nivel general de precios los efectos se neutralizarían.

VI) Supuestos y su cumplimiento

Hemos visto las principales teorías que se han desarrollado para explicar problemas de estructura financiera. Ellas, producto del esfuerzo de eminentes profesores en su gran mayoría estadounidenses, han representado avances de notoria significación en el campo de los desarrollos científicos de la materia que nos ocupa.

Pero, debemos señalar que no concebimos a la empresa y, por lo tanto, a los problemas de estructura financiera aislados del medio ambiente, político, económico, social y cultural en el cual está inmersa. Por el contrario, entendemos que la vida de la empresa está influida por las características propias de ese medio ambiente, al que a su vez ella también influencia.

Es así que, las teorías analizadas, se sustentan en un conjunto de supuestos, a veces explicitados y a veces no, que al no existir en otro medio ambiente, las mismas

(6) En el trabajo de R. A. Kessel "Inflation-caused Welch Redistribution: A Test of a Hypothesis", aparecido en American Economic Review, 46 (Marzo de 1956) expone la teoría. En posteriores trabajos, junto con A. A. Alchian, ellos sugieren la utilización de "teoría de Alchian-Kessel".

no funcionan adecuadamente y hacen necesario entonces introducir modificaciones a las proporciones originales o realizar nuevas proporciones.

Veamos entonces cuáles son esas condicionantes fundamentales para que operen las referidas teorías. De los muchos que existen, destacamos algunos, acaso los más importantes.

1) Grado de desarrollo económico y social

Los países en los cuales se desarrollan las teorías evidencian un grado de desenvolvimiento muy alto. El nivel de su ingreso, su distribución, la tasa de formación de ahorro, la limitada dependencia económica del exterior y otros factores que van unidos a la situación de gran desarrollo económico, constituyen uno de los supuestos fundamentales en las que se basan estas teorías.

Dentro de los distintos sectores, hay algunos que han adquirido un desarrollo muy grande. Es el caso del sector financiero.

En estos países muestran un alto grado de afinamiento operando en ellos un conjunto de instituciones que movilizan los activos financieros con mucha eficiencia. En ellos la racionalidad de los agentes económicos suele ser también muy significativa.

2) Mercados perfectos

En las teorías analizadas, a veces, como es el caso de la de Modigliani y Miller, está claramente establecido la existencia de mercados perfectos, en la teoría tradicional; en cambio, no se explicita pero subyace en ella.

El considerar la existencia del mercado perfecto, sobreviene en los aspectos que nos interesan por el gran desarrollo que tiene el sistema financiero en la economía de esos países.

3) Estabilidad

Dentro de ella, nos referimos a la que se acusa en el campo económico principalmente, pero también la que hay en el campo político y social. Naturalmente, que no es fácil encontrar países que tengan una completa estabilidad en estos tres campos, no obstante

debemos señalar que el grado en que se da es suficientemente grande para que puedan operar la mayor parte de las teorías analizadas.

4) Clase empresarial de alto dinamismo

Dentro del alto grado de desarrollo económico en estas economías, el empresario es un factor fundamental y se caracteriza por su dinamismo.

5) Desarrollo de la moderna administración de empresas

Suponen las teorías analizadas además de las condicionantes expuestas, la existencia de un alto grado de desarrollo de las teorías y las técnicas que se dan en el campo de la administración de de empresas.

En efecto, las mismas van creciendo en profundidad, a la vez que se van sofisticando, haciendo necesario la especialización, con las cuales el empresario une a su dinamismo el ascaramiento científico con el cual la adopción de decisiones se efectúa en forma más eficiente.

Estos son los principales supuestos que deben darse para que funcionen adecuadamente las distintas teorías analizadas. Los mismos como se ha podido apreciar, en nuestra opinión, no sólo se refieren al marco ambiental que rodea la gestión empresarial, sino que también tienen relación con el sujeto que actúa en la firma con capacidad decisoria.

Ahora bien, ¿qué nos muestra la realidad de los países latinoamericanos? Una precisión inicial creemos fundamental. Es difícil establecer conceptos que abarquen a todos los países de América Latina.

Ya hemos expresado que no concebimos a la empresa aislada de su medio económico, político, social y cultural. En efecto, la realidad latinoamericana muestra países con distinto grado de desarrollo económico, social, político, etc.; por consiguiente, se torna problemático efectuar generalizaciones, que en nuestro juicio pueden ser válidas para una buena parte de los países que integran la región.

Entre los aspectos que debemos reseñar, tenemos:

1) Grado de desarrollo económico y social

Aunque con diferencias significativas entre muchos de los países podemos decir que en términos generales ellos no han alcanzado un elevado grado de desarrollo.

En general, debemos señalar que el modelo de desarrollo no ha sido dinámico, o sea en cuanto a su capacidad de mantener un ritmo acelerado de desenvolvimiento en el tiempo. Sumergidas en estas consideraciones, la tasa de forma de ahorro ha sido baja, y lo que es quizás peor, los pocos ahorros generados no se canalizaron hacia los fines más adecuados para el desarrollo.

A su vez, el proceso económico ha estado signado por una falta de equilibrio. En efecto, suelen coexistir en estos países grupos que constituyen sociedades verdaderamente modernas, y otros que acusan un grado importante de primitivismo. Los mecanismos de distribución del ingreso no han sido lo eficiente de desear.

Unido a estas breves consideraciones, se agrega la dependencia del exterior, aspecto, en los cuales los países han avanzado realmente poco.

2) Mercados perfectos

No queremos insistir en temas que han sido tratados ad-nauseam por diversos tratadistas, pero parece ampliamente reconocido, la existencia en los países de América Latina notorias imperfecciones en el mercado.

3) Estabilidad

El proceso económico de muchos de los países latinoamericanos ha mostrado un agudo grado de inestabilidad en diferentes aspectos, ya sea en los precios internos, tipos de cambio, balances de pagos, etc.

Las repercusiones de esta inestabilidad han sido diversas. Algunas de ellas resultaron en la aplicación por parte de los países de políticas de estabilización, en especial de precios internos, que a veces crearon algunas distorsiones que en la práctica han invertido o aminorado sensiblemente los estímulos para que opere en los mercados una racional distribu-

ción de los recursos.

Estos hechos van unidos a otras inestabilidades en el campo político y social.

4) Clase empresarial de alto dinamismo

Habida cuenta de las dificultades de generalización, parece fácil comprobar que el empresario de muchos países de América Latina no acusa un grado de dinamismo como sería de desear, dada la etapa de vida económica que ellos están viviendo. No es difícil, además encontrar en el proceso decisorio, síntomas de tradicionalismo que a menudo en las decisiones financieras suelen ser cruciales.

5) Desarrollo de la moderna administración de empresas

A las apreciaciones que sentáramos antes, debe agregarse, la ausencia en el grado necesario de una tecnificación en el campo de la administración de empresas. Aunque somos conscientes que se han hecho avances de significación en este campo, los mismos no han sido suficientes para dotar a las empresas de instrumentos y técnicas modernas que en el moderno mundo de los negocios se hacen cada vez más necesarios.

Los aspectos que hemos señalado anteriormente se encuentran en la realidad amalgamados en relaciones de proporciones diversas. Sólo los hemos separado a efectos de una ordenación de la exposición.

Ellos condicionan de manera muy especial el marco ambiental de la empresa y en los aspectos de estructuras financieras, que es el que nos ocupa, los países de América Latina evidencian algunas características propias. Ellas son, sintéticamente, las que siguen.

Se distingue claramente la *ausencia de un grado importante de desarrollo del sistema financiero*, en el que operen adecuadamente instituciones e instrumentos financieros. Pensando, que en las teorías vistas ellas tienen como objetivo final de las finanzas de la empresa la maximización del valor de mercado de las partes de capital, se hace difícil concebirlo en países en los cuales no existen bolsas de valores —la mayoría de los de América Latina— o en otros

que existen, pero operan en forma insuficiente. Este aspecto institucional no sólo se aprecia en las bolsas de valores, sino que es más amplio y así en muchos países se aprecia la ausencia total o parcial de instituciones que como los bancos de fomento y las compañías privadas de desarrollo, revisten importancia singular en el proceso de financiamiento del crecimiento económico de la empresa.

Otro aspecto a destacar es la *dependencia del costo total del capital del nivel general de precios*. En efecto, las teorías hacían evolucionar el costo de capital total como una variable dependiente del grado de endeudamiento. La realidad nos demuestra que existen muy a menudo tasas negativas de costo de endeudamiento, como el hecho de existir tasas de inflación del 100 % anual y costos de endeudamiento del 30 % ó 50 % anual. Este hecho nos revela que a medida que se aumenta el endeudamiento el costo total del capital en términos reales puede decrecer en vez de aumentar.

Además, y como derivado de los aspectos que señalamos renglones arriba, en las teorías subyace un principio de general aplicación, que sostiene que a *"mayor riesgo, mayor retorno"*. En muchos países de la región, los desequilibrios propios de todo proceso de desarrollo unidos a la existencia de políticas económicas incoherentes, llevan a que se inviertan a menudo otros términos. Así, a veces es difícil que los rendimientos de una acción sean superiores a los de un valor gubernamental de bajo riesgo.

Respecto a las imperfecciones del mercado, debemos expresar que las teorías señaladas dan por sentado que cada tipo de operación tiene un costo de equilibrio en el mercado. En muchos países *cada operación puede tener en el mismo mercado costos sustancialmente diferentes*.

Uruguay, por ejemplo, muestra para una misma operación de banca comercial costos que van desde el 24 % anual a más del 45 % anual.

Unido a estas consideraciones, las teorías analizadas atacan los problemas de financiamiento a largo plazo (obligaciones, acciones, utilidades retenidas, etc.). En los países de América Latina el *peso*

relativo del financiamiento a corto plazo muestra que es porción importante indespreciable, así como también otras formas de financiamiento a largo plazo, como consolidaciones fiscales, figura ésta surgida en buena medida como corolario de la propia realidad que estamos reseñando.

La concentración del capital de las empresas, parece ser otra característica de general anotación en los países que nos ocupan.

En efecto, el capital suele estar concentrado en muy pocas manos, a menudo familias. No pocos problemas de la gestión financiera se deriva de este hecho, por los obstáculos que se anteponen a soluciones de financiamientos con fuentes propias externas.

La inestabilidad en los abastecimientos de ciertos insumos industriales básicos, se nos aparece como un problema que acarrea dificultades, a veces muy serias que entorpecen la gestión y ciertos objetivos financieros se ven trabados en sus logros.

Por último, a efectos de cerrar estos apuntes de factores, que no se pretenden agotar sino que sólo enunciar algunos de ellos, que nosotros creemos importantes, es destacable la instauración de *políticas estatales de estabilización* que se traducen a menudo en regímenes de autorizaciones de precios para los bienes o servicios producidos por las empresas. Las repercusiones de ellos desde el punto de vista que estamos analizando, se hacen muy notorias en el campo de los financiamientos propios internos.

Estas consideraciones han servido para apreciar el grado de dificultad de aplicación de las teorías desarrolladas en países altamente industrializados a muchos de los países de América Latina, cuando menos en cuanto a sus proposiciones originales.

Es por eso que, dedicamos estas páginas no sólo a demostrar su inaplicabilidad, sino expresar nuestro pensamiento para la problemática que nos toca vivir.

Naturalmente, que un tema de la importancia y vastedad como el que estamos considerando es prácticamente imposible agotarlo en esta síntesis. Nuestra intención es tratar de interpretar un conjunto de hechos que puedan ser relevantes, para que luego puc-

dan ser tomados por estudiosos de estos temas y lleguen a elaborarse proposiciones que sean de efectiva aplicación a estos países.

Pretender que nuestras conclusiones sean de aplicación general en todo lugar y en todo tiempo sería por demás ilusorio. Sólo trataremos de marcar un camino para los estudios de este tema, que recogen nuestra experiencia y que pretende establecer normativismos extraídos de la realidad. Pensamos que es mejor este camino que el exponer teorías pretendidamente generalizadas, en las que luego haya que hacer penetrar la realidad.

VII) Cambios del marco ambiental de la empresa

A través de las notas que anteceden, se desprende la importancia que atribuíamos al marco ambiental que rodea la empresa. Ahora bien, ese marco es cambiante. A veces bruscamente, otras más lentamente. En definitiva, la nueva configuración que adopta un marco ambiental es la resultante de un conjunto de fuerzas que operan en distintos sentidos, cuya combinación produce alteraciones que llevan a nuevos marcos.

El marco ambiental de la empresa, se nos aparece entonces como una de las categorías más importantes y que abordaremos en primer lugar.

El está definido en todo momento por las influencias de los siguientes elementos:

- a) Elementos de base.
- b) Elementos de circunstancia.
- c) Elementos envolventes.

Los *elementos de base*, son de cambio lento; con el transcurso de períodos amplios de tiempo ellos sufren transformaciones. Este primer tipo de elemento está formado por las distintas estructuras que a la postre van signando el proceso de desarrollo. Dentro de ellas, hay algunas que a veces se adelantan en su evolución a otras. Tal es el caso de las estructuras que adoptan los sistemas financieros en algunos países.

Por ejemplo, México sin haber alcanzado un alto grado de desa-

rollo, en su conjunto, tiene un sistema financiero excelentemente desarrollado. Brasil, en este mismo campo, viene haciendo importantes esfuerzos por desarrollar su sistema financiero.

Los *elementos de circunstancia*, al contrario que los de base, son de cambio más rápido y a veces llega a ser abrupto. En efecto, ellos están dados fundamentalmente por las de opciones seguidas por las autoridades nacionales en la instrumentación de ciertas políticas económicas.

Entre ellas podemos señalar la *política gubernamental frente a la inestabilidad económica* de los países. La gama apreciada es grande y va desde aquellos que prácticamente no han adoptado políticas de estabilización hasta otros que los precios de los bienes y servicios son fijados preceptivamente por las autoridades.

Las políticas suelen ser cambiantes. Así determinados países luego de soportar elevadísimas tasas de inflación penetran en un sistema de contralor de autorizaciones de precios como el último señalado. Consideramos ocioso insistir sobre las repercusiones que pueden tener sobre las empresas políticas tan cambiantes.

También, todo lo referente a la *política monetaria, en los aspectos bancarios, crediticios y cambiarios*, suelen ser de significativa importancia en la vida económica de las naciones y por ende, de las empresas. Así ante cambios de expansión o restricción del crédito o de los medios de pago a disposición, influyen notoriamente en la política financiera general y de la empresa en particular.

Similares apreciaciones pueden realizarse cuando en el campo cambiario se pasa de correcciones esporádicas y significativas del tipo de cambio a políticas en base a gradualismos.

Merece destaque también las *decisiones en materia de política fiscal*, tanto sea en el campo de la política tributaria como del gasto público.

Por último, pero no por ello menos importante la consideración referente a los aspectos de la *política de comercio exterior*.

Todos estos aspectos, entonces, los englobaremos en lo que hemos

denominado elementos de circunstancia.

Finalmente, vamos a referirnos a los *elementos envolventes*. Ellos rodean todo el proceso económico y social, ya sea en sus elementos de base como de circunstancias.

En ellos destacamos, la incertidumbre que rodea a los procesos decisivos. En ello, el grado de inestabilidad política asume una importancia singular.

Los elementos que hemos expuesto sucintamente configuran a cada comportamiento que adopta un marco ambiental, el cual es el resultante de las combinaciones que se dan en el mismo.

Resumiendo, el marco ambiental de la empresa producto de la confluencia de distintos elementos (de base, de circunstancia y envolventes) es cambiante.

VIII) Estructuras financieras eficientes

Siendo el marco ambiental de la empresa cambiante, ¿qué comportamiento le corresponden a las estructuras financieras? Una estructura puede adaptarse a un marco ambiental, pero al variar el mismo, puede dejar de ser adecuada. Se produce entonces la necesidad de adecuación de la estructura financiera a la nueva realidad circundante a la empresa. Así, por sólo poner un ejemplo, hemos visto en épocas de importante inflación, transformarse en negativas las tasas de costos de las deudas. En esta situación la empresa se endeuda tan notoriamente.

Luego, abruptamente puede reducirse la inflación. Las tasas se transforman en positivas y empiezan a pesar seriamente en la economía empresarial. Se debe entonces adecuar la estructura financiera a la nueva configuración del marco ambiental. Para este proceso de adecuación, pueden haber factores limitantes que luego repasaremos.

Este proceso de adecuación a veces no sobreviene lo rápido que sería necesario. La empresa entonces no ha restablecido su nuevo equilibrio cuando puede cambiar nuevamente el marco ambiental y ella puede quedar a su vez en retraso. Si estas situaciones de retraso se tornan acumulativas e

importantes, puede llegar a ser fatal.

A esta altura de los desarrollos de precisiones se nos ocurren necesidades. En primer lugar, estamos hablando de adecuaciones de estructuras financieras ante nuevas configuraciones del marco ambiental. Ello dice que no nos referimos a los cambios que pueda llevar adelante el empresario para hacer crecer a la empresa.

En segundo lugar, hablar de estructura financiera sólo, se nos ocurre parcial y similares apreciaciones, de adecuación deberían hacerse para las estructuras de activos. No obstante, razones de espacio, nos llevan a que nos refiramos a una de ellas; sin embargo, pensamos que ello puede dar luz para prever comportamientos de las estructuras de activos.

Nos venimos refiriendo al proceso de adecuación de las estructuras financieras. Ahora bien, ¿cuándo consideramos que una estructura es eficiente?

Serían estructuras financieras eficientes dada una determinada de activos, aquellas que utilizan una combinación de fuentes tal, que por la naturaleza y magnitud de sus costos, su importancia relativa y su flexibilidad ante expectativas de cambios en el marco ambiental, permitan ante una configuración de éste obtener los objetivos de rendimientos esperados.

Si cuando cambia el marco ambiental, las adecuaciones en las estructuras no se producen, ellas dejan de ser eficientes y se transforman en *infra-eficientes*.

Pero, toda empresa debe tener necesariamente por períodos de tiempo, aunque sean breves, estructuras que pueden ser *infra-eficientes*. Así, un cambio en el marco puede ser instantáneo y es muy difícil concebir una empresa que a dé cúe instantáneamente sus estructuras para que vuelvan a ser eficientes. Este lapso lo llamaremos *período de infraeficiencia de la estructura*.

Este período reviste una importancia decisiva. En efecto, cuando más ampliaciones, más se alcanzará la empresa de obtener los rendimientos esperados. Minimizando el período de *infraeficiencia*, la empresa maximiza la facti-

bilidad de cumplir sus objetivos económicos.

Hemos hablado al definir las estructuras financieras eficientes no sólo del costo del capital, sino también de su flexibilidad. Ello hace que en las decisiones de estructura financiera pese en forma importante las expectativas de cambio en el marco ambiental. Así, si existe un 80 % de incremento anual de los precios, desde el punto de vista del costo del capital, existiendo un costo de endeudamiento del 35 %, podría convenir aumentarlo a sumas elevadas. Pero ante una expectativa de cambio en la política de precios del cual resulte una reducción de la inflación, si se acrecienta el nivel de endeudamiento a altos grados, de no existir posibilidades de abreviar el período de *infraeficiencia* de la estructura en forma requerida, deberían moderarse los endeudamientos.

En el fondo de las apreciaciones que estamos desarrollando subyace la idea que la valuación de la empresa guarda una estrecha correlación con las configuraciones del marco ambiental y la posición de la firma ante ellas.

El apoyo instrumental para la aplicación de las consideraciones que anteceden, estará representado por las técnicas de planificación financiera unidas a métodos matemáticos y estadísticos que permitan el tratamiento de la incertidumbre.

IX) Limitación a la constitución de estructuras financieras eficientes

El proceso de adecuación de las estructuras financieras que hemos desarrollado, se ve a menudo obstaculizado por distintos factores. Algunos de ellos son respecto a la empresa, *exógenos* y otros *endógenos*.

Entre los primeros, se dan como fundamentales los elementos que conforman el marco ambiente, ya sean los de base, como los circunstanciales, así como los *envolventes*. Ellos, en términos generales, determinan los primeros elementos limitantes del proceso de adecuación.

Pero, dentro de la empresa hay factores que a menudo marcan

una importancia decisiva. Ellos son, la constitución del capital en las empresas y los niveles de la administración. La primera está determinada por el hecho de la concentración del capital de las empresas en pocas manos, muchas veces familias. Este hecho significa una limitación de significación en muchas decisiones de estructura financiera. El otro condiciona seriamente el proceso decisivo.

X) A manera de conclusión

Hemos analizado los desarrollos teóricos que dicen relación con las estructuras financieras de la empresa que se desarrollaron en países altamente industrializados.

Dado que sólo podemos concebir a la empresa, enclavada en el marco económico, político, social y cultural, tratamos de expresar la insuficiencia de las proposiciones aludidas cuando se pretende aplicar a países con escaso desarrollo económico, es el caso de muchos países latinoamericanos.

Considerando, entonces la empresa inmersa en un determinado marco ambiental, es cambiante. El cambio es el producto de la combinación de diversos elementos que hemos definido como de base, de coyuntura y *envolventes*.

Una estructura es eficiente para la empresa en la medida que combine un conjunto de fuentes tal, que por la naturaleza y magnitud de sus costos, su importancia relativa y su flexibilidad ante expectativas de cambios en el marco ambiental, permitan ante una configuración de éste obtener los objetivos de rendimiento esperados.

Ante un cambio en el marco ambiental, la estructura puede dejar de ser eficiente; es más, normalmente deja de serlo por un período que llamamos período de *infraeficiencia* de la estructura. Cuanto menor sea el período referido, más posibilidades tiene la empresa de llegar a obtener los objetivos señalados.

Por consiguiente, la estructura debe adecuarse al nuevo marco ambiental.

Este proceso de adecuación de la estructura primaria debe ir acompañado por adecuaciones de la estructura de activos, para que

conjuntamente puedan concluir en los objetivos.

Es decir que, aquel punto que se considera óptimo en términos de igualar la rentabilidad marginal de los activos al costo marginal de las fuentes de financiamiento, o sea donde se iguala la curva decreciente de rendimientos con la creciente de costos, proponemos que debería modificarse señalando, que más que la obtención del margen, lo que interesa es la adecuación de las estructuras tanto financieras como de activos a la obtención de los rendimientos esperados, ante cambios en el marco ambiental.

Los instrumentos que pueden ayudarnos son las técnicas de planificación financiera, unido a los métodos matemáticos y estadísticos de tratamiento de la incertidumbre.

Resumen

Los últimos años han sido escenario de un gran desarrollo en financiera de empresas.

el campo de la administración fi-

Dentro de él, uno de los campos hacia los cuales se ha dirigido con más intensidad la literatura especializada, es el que tiene relación con las estructuras financieras. No obstante, sus desarrollos han surgido fundamentalmente en Estados Unidos y aunque a veces no se explicitan bien, ellos tienen supuestos básicos que pueden funcionar adecuadamente en países altamente industrializados.

Las principales teorías que se han desarrollado sobre el punto son:

a) Teoría tradicional de financiación de la empresa.

En ella, las decisiones de estructura financiera óptima son aquellas que combinan una relación deudas/capital, que minimizan el costo del capital o maximizan el valor de mercado de la firma. O sea, el costo total del capital, operando como una función del endeudamiento tiene una evolución en forma de U, minimizándose el mismo en un punto o en una gama de puntos.

b) Teoría de Modigliani y Miller.

Modigliani y Miller desarrollaron en 1958 una teoría que viene

a sentar una posición distinta a la sostenida por la tesis tradicional.

Suponen las empresas operando en un mercado perfecto (sostienen que el mercado de capitales se asimila a ellos) y en clases de riesgo determinadas, excluyendo la consideración de los impuestos a la renta.

Sostienen entonces que el "costo medio del capital de una empresa es independiente de su estructura financiera y es igual a la tasa de δk de capitalización del flujo de beneficios dentro de su clase".

c) Teoría de Modigliani y Miller (Corrección).

Años más tarde, en 1963, Modigliani y Miller efectúan una corrección de su teoría original en la que incluyen la consideración de la influencia de los impuestos.

Concluyen en esta oportunidad que, en lugar de ser constante, el costo del capital se torna descendente, siendo entonces una función lineal de la tasa fiscal y de la relación deudas/fondos propios.

d) Teoría de Kessel-Alchian.

La teoría de Kessel y Alchian, parte definiendo los activos y pasivos de la empresa en monetarios y reales.

Consideran deudor monetario neto aquel cuyo pasivo monetario es superior al activo monetario. Por el contrario, es acreedor neto aquel cuyo activo monetario excede el pasivo monetario.

Sobre esta base los primeros ganan con la inflación y pierden con la deflación, así como los segundos pierden con la inflación y ganan con la deflación.

Sus estudios comprobaron que el capital accionario se incrementó en épocas de inflación en empresas deudoras monetarias netas y viceversa en caso de deflación.

Estas teorías resumizadas, pueden funcionar cuando se dan supuestos como un alto grado de desarrollo económico y social, mercados perfectos, estabilidad, clase empresarial de alto dinamismo y un gran desarrollo de la moderna administración de empresas.

Estos supuestos, habida cuenta de las dificultades de generalización, no se suelen dar en muchos países latinoamericanos.

Dado que sólo podemos concebir a la empresa, enclavada en el marco económico, político, social y cultural, vemos insuficiencias de estas teorías cuando se pretenden aplicar a países con escaso desarrollo.

Considerando a la empresa inmersa en un determinado marco ambiental, éste es cambiante. El cambio es el producto de la combinación de diversos elementos que hemos definido como de base, de coyuntura y envolventes.

Una estructura es eficiente para la empresa en la medida que combine un conjunto de fuentes tal^a que por su naturaleza y magnitud de sus costos, su importancia relativa y su flexibilidad ante expectativas de cambios en el marco ambiental, permitan ante una configuración de éste obtener los objetivos de rendimiento esperados.

Ante un cambio en el marco ambiental, la estructura puede dejar de ser eficiente; es más, normalmente deja de serlo por un período que llamamos período de infrac eficiencia de la estructura. Cuanto menor sea el período referido, más posibilidades tiene la empresa de llegar a obtener los objetivos señalados.

Por consiguiente, la estructura debe adecuarse al nuevo marco ambiental. Este proceso de adecuación de la estructura primaria debe ir acompañado por adecuaciones de la estructura de activos, para que conjuntamente puedan concluir en los objetivos.

Es decir que, aquel punto que se considera óptimo en términos de igualar la rentabilidad marginal de los activos al costo marginal de las fuentes de financiamiento, o sea donde se iguala la curva decreciente de rendimientos con la creciente de costos, proponemos que debería modificarse señalando que más que la obtención del margen, lo que interesa es la adecuación de las estructuras tanto financieras como de activos a la obtención de los rendimientos esperados, ante cambios en el marco ambiental.

Los instrumentos que pueden ayudarnos son las técnicas de planificación financiera, unido a los métodos matemáticos y estadísticos de tratamiento de la incertidumbre.