

COMO es sabido, las empresas invierten fondos, los que terminan representados por los activos de la misma. De esta forma la inversión de la empresa constituye un área básica de decisiones. Siguiendo el razonamiento, estas inversiones se financian, ya sea con deudas o con fondos propios, como son los capitales aportados y las utilidades retenidas. El financiamiento de los activos resulta ser entonces otra área importante de decisiones.

Por otra parte, un concepto básico señala que la empresa debe operar en sus decisiones buscando que la rentabilidad de sus inversiones sea superior al costo de los financiamientos. La teoría dice que se deben incorporar inversiones toda vez que se cumpla con ese principio y concluye que se logra el óptimo cuando la rentabilidad marginal de las inversiones iguala al costo del capital.

Se ve entonces que el costo del capital, esto es el costo de las fuentes de financiamiento de que hablamos, se constituye asimismo en otro aspecto de estudio.

Ahora bien, dentro de ese capital, hay deudas y fondos propios. El costo de los endeudamientos se asocia normalmente a la tasa de interés o en términos bien generales a los costos explícitos que demanda esa fuente de financiamiento.

Qué sucede entonces con la otra fuente de financiamiento, es decir los fondos propios (aportes de capital, utilidades retenidas, etc.) ¿Tienen costo o no?

El propósito de estos comentarios es poner de manifiesto la importancia del costo de los fondos

Otro elemento que ha influido en la consideración de no costo, es que fiscalmente no se reconoce como un gasto deducible.

Este tipo de creencias ha tenido en muchas oportunidades repercusiones bien perniciosas para las empresas. Decíamos antes que un principio básico era comparar rentabilidades de actos con el costo de los financiamientos. Supóngase entonces que una empresa está estudiando una inversión en una máquina que va a reportar una rentabilidad del 20% anual y se tiene que decidir sabiendo que puede contar con dos fuentes alternativas de financiamiento: a) una deuda con un interés del 28% anual o b) retener utilidades (es decir con una de las variedades de fondos propios).

Es probable que la decisión sea comprar la máquina con fondos propios basándose en el siguiente razonamiento. No la puedo comprar con una deuda puesto que ésta tiene un costo mayor que la rentabilidad que aquella da (28, contra 20%). Sin embargo, si la financia con fondos propios sería una buena decisión. Casos como éste llevan a tomar decisiones, por lo menos sobre bases erróneas.

Los fondos propios tienen su costo, el que debemos asociarlo a una suerte de costo implícito.

DE LA CERTIDUMBRE HACIA LA INCERTIDUMBRE

En una primera instancia el costo de los fondos propios se desarrolló conceptualmente en condiciones de certidumbre, esto es sin tener en consideración lo aleatorio que es inherente a todo proceso económico.

Fondos Propios, su Costo y la Rentabilidad

propios, así como discutir, aunque sea brevemente, algunas aproximaciones a su determinación y algunos elementos cuantitativos con que contamos en el país.

LOS FONDOS PROPIOS TIENEN SU COSTO

Durante muchos años, el costo de los fondos propios fue un tema cuyo tratamiento no era muy intenso en la literatura financiera. Hace más de cincuenta años ya tiene lugar importante en ella y, en la última década, ha sido un punto que ha recibido un intenso esfuerzo teórico y de análisis empírico.

En el campo práctico existe el concepto, sin embargo, en forma tan frecuente como errónea, que los fondos propios no tienen costo.

El origen de esta confusión deriva, entre otras cosas, de que contablemente no se efectúan registraciones que representen su costo. En un estado de pérdidas y ganancias suelen existir cuentas como "intereses" en donde se registran los intereses que se abonan a los bancos, por ej. por préstamos utilizados. Sin embargo no se encuentra ningún rubro en donde se registren "intereses de capital propio" y si llegara a existir el caso, no sería por cierto lo común.

Esta inexistencia de registraciones es quizás en buena medida derivada del hecho de que no existe en estos fondos un costo explícito. Esto de que no hay que pagar, por ej. intereses, ha hecho arraigar desde largo tiempo la idea de que los fondos propios no tienen su costo.

co. Así es que se vincula sin mayores refinamientos a lo que se conoce como el costo de oportunidad. En esta postura, el costo de los fondos propios es la rentabilidad que se deja de obtener en la mejor inversión alternativa por el hecho de destinar esos fondos al uso que se está considerando. Esta primera versión — que ya es un adelanto — no toma en consideración, por lo menos en forma sistematizada, el riesgo.

Las últimas décadas han sido escenario de un intenso tratamiento del fenómeno del riesgo en las decisiones económicas y financieras.

Los trabajos de J. Von Neumann y O. Morguenstern que trabajaron en Princeton y publicaron en 1953 su "Teoría de los juegos y comportamiento económico" efectuaron uno de los aportes significativos buscando medir la utilidad.

El Prof. Kenneth Arrow de Harvard dio un empuje decisivo a los problemas de la introducción del riesgo en el análisis económico.

Paul A. Samuelson refiriéndose al tema ha señalado en alguna oportunidad que Arrow es uno de los mayores eruditos en la toma de decisiones económicas en incertidumbre y que los análisis de las decisiones que involucran esas condiciones ya no serán las mismas luego de los aportes de Arrow.

Las teorías actuales sobre el costo del capital en condiciones de incertidumbre, concluyen en incorporar el factor riesgo, y asocian al costo de los fondos propios a través del rendimiento requerido para los mismos...

Del Capital en Uruguay

El rendimiento requerido debe considerar un premio por el riesgo.

En resumen, y recogiendo los aspectos que interesan comentar, el rendimiento requerido es la suma de: a) una tasa libre de riesgo + b) un premio por el riesgo, el que a su vez se puede distinguir entre el riesgo del negocio y el riesgo financiero siendo el primero el que deriva de la

rama misma de actuación de la empresa y el segundo de las modalidades de financiamiento que ha adoptado. Es decir dos empresas del mismo tamaño, del mismo ramo, etc. pueden tener riesgos del negocio similares; sin embargo una puede financiarse un 80% con deudas y la otra un 35%. En este caso el riesgo financiero cambiará.



En suma, al costo de los fondos propios, como al costo de oportunidad que originalmente planteamos, en condiciones de incertidumbre se le debe incorporar el riesgo, y de esta forma sería el rendimiento requerido para la clase de riesgo que se está considerando.

Así es entonces, que los fondos propios no sólo tienen su costo, como podría ser el costo de oportunidad para la banda de riesgo considerada, sino que, en los grandes lineamientos teóricos el mismo es más "caro" que el endeudamiento, desde el momento en que éste tiene menor riesgo y por tanto menor rendimiento requerido.

Aquella decisión de la compra de la máquina que parecía adecuada hacerla con fondos propios porque no tiene costo, quizás debería rechazarse más decididamente cuando se toma en cuenta el costo de aquellos.

RENDIMIENTO REQUERIDO, LAS DIFICULTADES DE SU CALCULO

De la misma forma que hemos hecho referencia a la importancia de considerar el costo de los fondos propios en las decisiones de las empresas, deben reconocerse las dificultades prácticas de su determinación.

En países como el nuestro, en donde el sistema financiero no ha adquirido un grado superior de desarrollo, la búsqueda de tasas de

mentales, como pueden ser las Letras de Tesorería. Como muy a menudo estos papeles tienen una tasa de interés fija, y la inflación puede considerarse como una variable aleatoria, lleva a que la tasa libre de riesgo en términos reales sea también una variable aleatoria.

Estas dificultades son más o menos importantes, según los países y las circunstancias de cada uno.

LA RENTABILIDAD DEL CAPITAL EN EL SECTOR PRIVADO

Existen en nuestro país algunos cálculos de la tasa de rentabilidad en el sector privado, que pueden ser de utilidad como marco de referencia en este tema de fijación del costo de capital de los fondos propios.

Las estimaciones que presentaremos provienen de tres estudios que son:

A) En el trabajo de los Profs. A. Harberger y D. Wisecarver (1) se estudia el periodo 1967-1971, en donde se calculan distintos tipos de tasas de rendimiento. Nosotros centraremos la atención en la "tasa de retorno privada de la inversión del sector privado".

Para su determinación, los autores parten de la tasa de retorno global, la que definen como "El monto agregado de la renta nacional que puede directamente atribuirse al capital durante un año tomado como ejemplo, dividido por el valor total del capital al principio de ese año,

dos por los dividendos, a los que hay que deducirle las nuevas inversiones conformadas por las aportaciones de capital. Al fin del periodo la suma de los patrimonios totales se consideran recuperados.

Con estos datos se tiene un flujo de fondos al que se calcula la tasa de rentabilidad o tasa interna de retorno.

Las informaciones a nivel de tramo se agregaron expandidas en la forma expuesta en la sección 2, para obtener las cifras totales estimadas para la industria. De igual manera se procedió para los dividendos y nuevas aportaciones de capital.

La determinación que presentamos corresponderá pues, a la tasa promedio de la industria.

C) El tercer trabajo es reciente y fue efectuado por el Banco Central del Uruguay en 1980 (3) y es una actualización del trabajo de Harberger y Wisecarver, continuando con los años 1972-78, sin perjuicio de otros cálculos. Reconstruyó asimismo el BCU los cálculos de Harberger-Wisecarver por haber trabajado el mencionado autor con datos preliminares.

Tanto el trabajo de Harberger-Wisecarver como el del Banco Central plantean dos estimaciones de las tasas: media y alta. La primera supone tasas de depreciación del 2.5% para la construcción y 8% para Maquinarias y equipo y la otra, corresponde a la alta, (3% y 10% res-

COMENTARIOS FINALES

Estos comentarios han apuntado a poner de relieve la trascendencia del costo de los fondos propios en las decisiones financieras de las empresas.

Nuestra experiencia de su escasa utilización pese a su trascendencia ha motivado en buena medida que efectuáramos estas reflexiones.

Los elementos fundamentales que hemos desarrollado se pueden sintetizar de la siguiente forma:

a. Las decisiones financieras se basan en gran medida en la comparación de la rentabilidad de una inversión con el correspondiente costo de su financiamiento.

b. En el caso de los fondos propios, las prácticas contables llevan a que no se efectúen registraciones que asienten un gasto por este concepto. Fiscalmente tampoco son deducibles.

Los elementos señalados, entre otros, han influido para que no se asigne frecuentemente en las decisiones financieras, un costo a los fondos propios.

Esto ha sido fuente de errores en muchas decisiones económicas y financieras de las empresas.

c. Los fondos propios tienen su costo, costo que es implícito y que debemos asociarlo a la tasa de rentabilidad que se requiere por la utilización de las mismas. La misma tiene una estrecha vinculación con el riesgo y podríamos resumirla aunque sea provisoriamente, como la tasa de rentabilidad que se deja de ob-

rendimiento requerida para distintos niveles de riesgo no es tarea fácil.

En países como Estados Unidos, Japón o Alemania, la sola existencia de mercados más afinados permiten obtener datos de rentabilidades asociados a distintos riesgos, para inversiones alternativas.

En estos países, el juicio subjetivo acerca del rendimiento requerido de una inversión debe sustituir muchas veces los datos que existen en el mercado a ese respecto.

LAS DIFICULTADES DE LA TASA "LIBRE" DE RIESGO

La innegable elegancia de la teoría, de buscar una tasa de rendimiento requerido por la adición de una tasa libre de riesgo con un premio por el riesgo, parece comprometido, al menos en su versión original a la luz de la inflación. En efecto, cuando hablamos de rendimientos requeridos, lo estamos haciendo naturalmente en términos reales, es decir, ya habiéndose eliminado el fenómeno inflacionario en su cálculo.

La tasa libre de riesgo, se vincula frecuentemente a los rendimientos que tienen ciertos valores guberna-

tomando los ingresos acumulados al capital y el valor del stock de capital valorado en unidades del mismo poder adquisitivo".

Para llegar a la tasa de retorno privada del capital privado se dedujo la cifra de construcción pública del stock de capital total y ajustando los retornos al capital de la siguiente manera: a) deduciendo el ingreso generado por la propiedad y las empresas del sector público, b) deduciendo los impuestos directos pagados por sociedades anónimas, c) sumando la cifra de depreciación calculada para el sector construcción.

B) El segundo trabajo que consideraremos es el que hemos efectuado en 1978 (2) en donde se obtuvo la tasa de rentabilidad del capital privado, para el sector de la industria manufacturera, abarcando el periodo 1972-76.

El método utilizado para la determinación de la rentabilidad de las inversiones en la industria fue el de flujo de fondos descontados.

Se consideró que el total de los patrimonios netos es el total de la inversión al comienzo del periodo. Esa inversión produce en los distintos años fondos que están representa-

corresponden a la alta, (3% y 10% respectivamente).

En el cuadro que se adjunta se resumen los resultados de las 3 estimaciones mencionadas:

Sobre estas estimaciones de la tasa de rentabilidad privada del capital privado se pueden efectuar consideraciones, algunas de las cuales son:

a) Se trata de tasas en términos reales, es decir, despojadas de la "ilusión monetaria que provoca la inflación".

b) En el caso de las estimaciones de H-W y del BCU, se trata de una tasa para todo el sector privado de la economía uruguaya, en tanto que nuestra estimación pertenece a la industria manufacturera.

c) Son promedios de los sectores estudiados y asimismo promedios de los periodos analizados.

d) De las estimaciones efectuadas parece confirmarse un aumento en la tasa de rentabilidad media del sector privado.

En efecto, en las primeras estimaciones para el periodo 1967-71, la tasa oscilaba en torno al 6 o 7%, las recientes estimaciones del B.C.U. tienen un promedio para el periodo 1972-78 del 7,6 al 9,5%.

Más aún en esta investigación las tasas para los años 1977 y 1978, para la estimación media, llegan al 10,08% y 10,4% respectivamente.

e) Podría tomarse entonces como una primera aproximación a un promedio de la rentabilidad privada del capital privado y sería erróneo considerarla como la tasa de retorno requerida para los fondos propios en la distintas ramas de la actividad del sector privado. Faltarían para este caso las especiales condiciones de riesgo para cada una de ellas.

que sea provisoriamente, como la tasa de rentabilidad que se deja de obtener en la mejor alternativa dentro de la misma clase de riesgo en que se opera.

Este costo debe estar presente en las decisiones de la empresa más allá de lo que registre contablemente o se pueda deducir fiscalmente.

d. Las estimaciones más recientes de la rentabilidad del capital en el sector privado muestran, en términos reales para el año 1978, valores que oscilan entre el 10 y 11%. Estos valores, que son un promedio, están expresados en términos reales.

e. La determinación de tasas requeridas para distintos niveles de riesgo, presenta en países como el nuestro, algunas dificultades para el cálculo preciso. A veces, deben tener un alto contenido de subjetividad. Sin embargo, las dificultades del cálculo, no hacen mérito a que no se tome en consideración. No debemos pues desanimarnos por dichas dificultades.

La experiencia demuestra que el éxito o el fracaso en la gestión de las empresas, muchas veces no guarda estricta relación con la precisión de las estimaciones. En cambio, es más clara la asociación de los éxitos o fracasos con el conocimiento o no de conceptos fundamentales de la economía y de las finanzas de las empresas. El caso del costo de los fondos propios es uno de ellos.

Ricardo Pascale

(1) Harberger, Arnold y D. Wisecarver, "Tasas de retorno al capital en los ámbitos privado y social en el Uruguay" 1978.

(2) Pascale, Ricardo "Inversión, Financiamiento y Rentabilidad de la Industria Manufacturera en el Uruguay" O.E.A. - B.C.U., 1978.

(3) Banco Central del Uruguay, "Tasas de Retorno al Capital", 1980.

TASA DE RENTABILIDAD PRIVADA DEL CAPITAL PRIVADO en %

ESTUDIO	PERIODOS				
	1967-71		1972-76	1972-78	
	Media	Alta		Media	Alta
H-W	5.83	7.35	8.67	7.59	9.54
R.P.					
B.C.U.	6.13	7.69			

FUENTE: Trabajos citados