

Premio Nóbel de Economía 1990

Merton H. Miller: el rigor científico en finanzas

Por el Cr. Ricardo Pascale

Merton H. Miller, el distinguido profesor de Finanzas de la Universidad de Chicago fue el tercer laureado por la Real Academia Sueca de Ciencias, con el Premio Nóbel de Economía 1990, junto a los Profs. H. Markowitz y W. Sharpe, por "sus trabajos pioneros en la teoría de la economía financiera y de la economía empresarial".

Estos comentarios los dedicamos a reseñar algunos aspectos de la obra de Miller, de la misma forma que lo hicieramos en GUIA, de 4.11.90 y 11.11.90, para los otros dos profesores.

En esta oportunidad, vamos a tratar, siempre con las obvias limitaciones de espacio, tres grandes aportes de Miller, que son el teorema de Modigliani y Miller sobre la indiferencia de la estructura financiera, el modelo de Miller sobre la influencia de los impuestos en el endeudamiento y el modelo de Miller y Orr sobre la óptima administración de las disponibilidades. Veamos pues cada uno de ellos.

En 1958, Franco Modigliani, el profundo y brillante profesor italiano del Instituto Tecnológico de Massachusetts que recibió el Premio Nóbel de Economía en 1985, y Merton Miller, desarrollan el teorema que hoy lleva su nombre, y que creara una revolución intelectual, al afirmar en su primera proposición que el costo medio de capital de una firma es independiente de su estructura financiera y es igual a la tasa de capitalización del flujo de beneficios dentro de su clase de ingreso.

Para llegar a su teoría parten de varios supuestos. 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: ¿existen mercados perfectos? Modigliani y Miller insisten y profundi-

zan, 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, y es 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 todos los prestatarios, ya sean empresas o personas tienen curvas de rentabilidad iguales, es decir que están 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 de arbitraje. En definitiva, bajo determinados supuestos, que terminan operando sobre el valor de los activos financieros, por ejemplo deudas o acciones, llegan a una proposición de indiferencia del nivel de endeudamiento.



Merton H. Miller



Años más tarde, en 1963, Modigliani y Miller elaboraron su famosa "Corrección" al trabajo original, levantando algunos supuestos. Por ejemplo, agregan ahora la existencia de impuestos. En este caso, en donde sus teorías se acercan más a la realidad, adquieren un valor inestimable. Ya ahora, la función del costo del capital no es una constante, o dicho de otra forma ya no es indiferente tener deudas o fondos propios. Ellos derivan una función decreciente del costo del capital a medida que avanza el endeudamiento hasta llegar a una relación deseada de endeudamiento. Más allá de la utilización que la teoría tiene hoy día para definir los niveles de deuda óptimos y las tasas de retorno requeridas para los inversores, que son singularmente importantes, su significación mayor quizás deba atribuírsele al rigor científico que le impuso a las finanzas.

La segunda contribución que queremos mencionar es la vinculada a las relaciones que él efectúa en 1977, en su recordado "Presidential Address" de la American Financial Association, que lleva el título "Deuda e Impuestos", conocido hoy día como Modelo de Miller. Desarrolla los límites del endeudamiento basándose en las reglas fiscales. Miller, sostiene que mientras las firmas pueden ahorrar impuestos aumentando las deudas, los inversores en la empresa pueden tener que pagar más impuestos si reciben su retorno en forma de intereses en lugar de dividendos o ganancias de capital.

En el equilibrio que Miller plantea, existe un claro efecto clientela vinculado a los impuestos. El endeudamiento continuará según el autor, hasta el punto en que los beneficios impositivos de las empresas se vean equilibrados con los mayores intereses necesarios a inducir a nuevos tenedores de deuda a comprarla.

El modelo de Miller de 1977, es un

compromiso entre el modelo de Modigliani y Miller original y su corrección posterior.

En 1966, Miller junto a Daniel Orr desarrollan un modelo de la demanda de dinero por parte de las empresas. Consideran a estos efectos dos activos, los saldos de caja y un portafolio de inversiones de corto plazo. Según los autores, el objetivo es minimizar los costos de administrar esa demanda.

El modelo introduce la incertidumbre de los saldos de caja y determina los límites que señalan hasta dónde mantener o dejar bajar el saldo de caja, cuándo y hasta qué momento invertir en el citado portafolio, dando de esta forma una banda de oscilación de los saldos de caja y una regla de reinversión de los mismos.

Hoy día sigue siendo uno de los modelos más importantes para analizar la demanda por dinero, y a diferencia de otros como el de Baumol, fue uno de los primeros en introducir la incertidumbre en estos análisis. En cualquier estudio sobre la demanda de dinero por parte de las empresas, el modelo de Miller y Orr es una referencia básica.

Sin perjuicio de haber repasado sucintamente estos tres aportes, acaso el rasgo más destacable del Prof. Miller a lo largo de cuatro décadas dedicadas a la investigación en finanzas, es su empujado entusiasmo, por darle al tema un mayor rigor científico, hecho muy reconocido por la Academia Sueca y al que él contribuyó desde temprana hora. Es útil recordar entre otras obras, "La Teoría de las Finanzas" (1970), que efectúa junto a E. Fama y que es un texto básico en cualquier instituto de estudio de finanzas superiores.

Hace varios años, cuando el Prof. Modigliani recibía el Premio Nóbel de Economía, escribimos en un pasaje de un artículo "se podría decir que los aportes de Modigliani y Miller marcan un nuevo rumbo, a partir del cual con los aportes de Marlowitz y de Tobin sobre la teoría del portafolio y los de Sharpe y Litner sobre la fijación de precios de activos de capital, así como las recientes contribuciones de Fama, han reperfilado a las finanzas como un campo de estudios que sigue produciendo incesantemente nuevos aportes".

A la luz del premio que recibieron Markowitz, Sharpe y Miller, poco podríamos hoy día agregar a esa frase, a no ser de su notorio merecimiento.