

EL FINANCIAMIENTO COMO FACTOR DE VALOR Y RESULTADO DE LA INFORMACIÓN

Aldo H. Alonso

*Universidad Nacional de La Plata
Universidad Nacional del Centro Provincia de Buenos Aires*

Ana M. Legato

Universidad Nacional del Centro Provincia de Buenos Aires

SUMARIO: 1. Introducción; 2. Financiamiento y valor; 3. Información como factor de volatilidad; 4. Financiamiento como función de la información revelada.

Para comentarios: aldohalonso@yahoo.com.ar
 legato@econ.unicen.edu.ar

1. Introducción

Esta presentación sintetiza conclusiones sobre el tema como resultados de trabajos anteriores y de búsquedas recientes. En primer término, la relevancia del financiamiento como factor de valor empresarial es admitida y, en algunas situaciones, con capacidad de incidencia en el rendimiento del capital propio invertido motivando diferencias con el que obtiene la inversión. Por otra parte, se reconoce que la información ha logrado status e individualidad como incumbencia propia de la función financiera y que su cantidad y calidad, según evidencia empírica aportada, impactan en la viabilidad y condiciones del financiamiento a través de la volatilidad de los rendimientos de los activos financieros.

2. Financiamiento y Valor

La decisión de financiamiento es una de las que determinan la satisfacción del objetivo empresarial. Como lo hemos ya adelantado (Alonso, 2002) consideramos que la misma incluye la que generalmente se suma como tercer componente del clásico trípode decisional, esto es decisiones de inversión, de financiamiento y política de dividendos.

La decisión sobre dividendos, más allá de si son los dividendos o la ganancia la variable relevante en la determinación del precio de las acciones (y en consecuencia del costo de esa fuente), es parte de la decisión de financiamiento por dos motivos fundamentales: de hecho representa auto-financiamiento, es decir recurso a una fuente de financiamiento que la postura del pec-

king order ubica en el primer lugar de preferencia mientras la posición favorable a la existencia de una estructura óptima la adopta como integrante de la combinación-objetivo.

En segundo lugar, porque dichas decisiones refieren a condiciones del contrato con proveedores de fondos, y en consecuencia, al costo del capital de las empresas.

Es decir, impactan en la variable dependiente en esa decisión que la teoría financiera manda optimizar a través de la mezcla óptima de fuentes: la decisión de financiamiento.

Otro aspecto, por cierto más controversial y actualizado por un interrogante que se ha reiterado recientemente como disparador de un renovado debate, refiere a la posibilidad de modificar, vía financiamiento, el rendimiento que una inversión promete al proveedor de capital propio de la firma. Al respecto, ensayamos a continuación una argumentación que favorece a la posición optimista no obstante condicionada.

Este planteo se corresponde con realidades propias de contextos con mercados financieros menos desarrollados, donde la intervención oficial suele participar en la definición de condiciones de financiamiento para favorecer la aceptación de proyectos de inversión por parte del sector privado. En estos casos, no necesariamente reñidos con la teoría y buenas prácticas, la intervención antes aludida ofrece a los inversores una opción de inversión-financiamiento que define al proyecto objeto de la decisión.

El inversor privado no puede apropiarse de algunos beneficios generados por dicha inversión, por ejemplo los indirectos generados por la construcción de un hotel que satisfaga las condiciones del turismo internacional. Es el caso del incremento de demanda de taxis locales y en terminales aéreas, de objetos artesanales y manufacturas de producción regional, de servicios de hotelería y de turismo regional, etc. Son beneficios generados por el proyecto pero que no son apropiables por parte del inversor privado que pueda erigir dicho hotel. Sí en cambio por el sector responsable de las políticas públicas, un sector que encuentra más eficiente para obtener tales beneficios ofrecer un financiamiento en condiciones especiales (y específicas) que una inversión directa con igual propósito.

De esta forma, el hotel implica una inversión que puede ser beneficiosa para el capital privado siendo que los fondos implicados por la misma, de ser provistos totalmente por el mercado, no se verían compensados por el rendimiento de la inversión.

Se trata de un problema de reparto de los efectos del proyecto: si los beneficiarios participan todos en los costos implicados, pueden lograr la satisfacción de las respectivas ecuaciones costo-beneficio.

Quedaría habilitada en consecuencia, la cuantificación del rendimiento del capital propio como la variable que decide según su cotejo con el costo del capital privado comprometido en la decisión respectiva. En efecto, dicha medida puede favorecer la aceptación cuando la consideración de la inversión total a costos de mercado la rechazaría.

En términos de modelización, se propone expandir la frontera o cerramiento del mismo en una interpretación más útil no obstante menos general que una reiterada visión que en defensa de la robustez del modelo sacrifica la utilidad de planteos más pertinentes en ciertos ámbitos de decisión.

En síntesis, el planteo reproduce, en términos generales, posiciones como las expuestas por Gitman (2000) en tiempos recientes y que, en nuestro medio hace mucho, adelantara D.J. Mesuti (1977). Ellas favorecen la aplicación de un costo marginal de capital en lugar del clásico costo medio ponderado, cuestionado efectivamente cuando el contexto ofrece situaciones de limitaciones o asimetrías de información, de altos spreads, o de costos de financiamiento crecientes en función de la magnitud de fondos requeridos (determinantes del acceso a fuentes progresivamente más onerosas).

Otra visión también posibilita la apreciación de un valor para el accionista diferente del rendimiento sobre la inversión tomada ésta con independencia de quienes lo financian: es el caso de accionistas de diferentes grupos inversores, para algunos de los cuales la sinergia generada por la combinación con sus portafolios puede diferir de la que resulta de su integración a otros activos.

Se trata de planteos que permiten apreciar resultados inhibidos por posiciones que, en busca de generalidad, adoptan supuestos que con precisión las anulan, como hemos aprendido desde aquella provocativa proposición Modigliani-Miller (1958). Levantando dichos supuestos cuando las circunstancias así lo aconsejan, ciertos aspectos asociados al arte de la toma de decisiones permiten apreciar beneficios no observables desde planteos que, más abstractos, pueden resultar más generales.

Como expusieramos tiempo atrás (Alonso, 1980), contextos con racionamiento y fuertes intervenciones favoreciendo inversiones en sectores, regiones o proyectos específicos, promueven la adopción de decisiones basadas en el rendimiento sobre el capital propio, la fuente de financiamiento que se ve retribuida por el resultado que genera la mejor combinación de inversión + financiamiento. Esta mejor combinación de inversión y financiamiento compatibles maximiza la riqueza del aportante de capital propio.

La optimización implicada se puede expresar en tal caso como

$$\text{Max}(V_I + V_F) = \text{Max}(V_{I,F}) = (F_0 - F'_0) + \sum_{n=1}^{n=N} \frac{F_n - F'_n}{(1 + k_e)^n} \quad \text{Ec 1}$$

donde

V_I : Valor actual neto de la Inversión

V_F : Valor actual neto del Financiamiento

$(F_0 - F'_0)$: Flujo neto de fondos en el momento t_0 dado por la diferencia entre el ingreso de fondos generados por la decisión de financiamiento (crédito) y el egreso de fondos generado por la decisión de inversión. El monto máximo de F'_0 igualaría el monto de F_0 , anulado el eventual requerimiento de capital propio para financiar la inversión

$(F_n - F'_n)$: diferencia hace patente la existencia de dos decisiones ya que expresa la diferencia entre los fondos netos operativos generados por la inversión y los egresos provocados por la decisión de financiamiento.

k_e : Es la tasa representativa del costo del capital propio involucrado

Supuesto que el financiamiento ajeno (fuente promocional, gubernamental o simplemente accesible) aportara recursos en la cuantía requerida por el monto de la inversión, o sea que $F_0 = F'_0$, se tendría que

$$\text{Max}(V_I + V_F) = \text{Max}(V_{I,F}) = \sum_{n=1}^{n=N} \frac{F_n - F'_n}{(1 + k_e)^n} \quad \text{Ec 2}$$

En cualquier caso, la decisión óptima estaría referida a la doble decisión: de inversión y de financiamiento.

Respecto de la decisión de inversión, obviamente podría estar identificada por la que se viera favorecida en el cotejo de TIR_i vs. k_e . Al respecto, más allá del cuidado que debe tenerse para una aplicación razonable del método, deseamos señalar nuestra discrepancia respecto de generalmente admitida existencia de “múltiples TIR”. Lo que se puede dar es la existencia de múltiples tasas de descuento que obtengan un $VAN = 0$, pero la TIR no es una tasa de descuento que hace al $VAN = 0$ sino una tasa de rendimiento cuyo valor es necesariamente igual a una tasa de descuento que satisface la condición antes aludida.

Cualquier hombre de negocios distinguiría entre dos tasas de descuento que igualan a cero el VAN, por caso 35 % y -140 % (valores tipo de los ejemplos utilizados) cuál de ellas es la que refleja el rendimiento de su inversión.¹

¹ Por otra parte, la que corresponde al tramo de pendiente negativa de la función que representa el VAN ante valores crecientes de la tasa de descuento.

3. Información como factor de volatilidad

Recientemente hemos planteado también la hipótesis de la existencia de una relación negativa entre la revelación de información y el riesgo idiosincrásico de la empresa (Alonso, Legato, Valettuto, 2004).

La mayor o menor revelación de información fue apreciada a través de un índice que relaciona directamente, a través de un cociente, la cantidad de variables consideradas relevantes a los efectos de la mejor valoración de una empresa con la cantidad de dichas variables que efectivamente son comunicadas por la empresa.

De tal modo, el Índice de Información Revelada (IIR) queda expresado de la siguiente manera:

$$IIR_j = \frac{\sum_{i=1}^j x_{ij}}{n_j} \quad \text{Ec 3}$$

donde

N_j la cantidad de ítems de información pertinente que podría ofrecer cada empresa j

x_{ij} adquiere el valor 1 si el ítem i es revelado y 0 si no lo es.

IIR_j Índice de Información Revelada (adopta valores entre 0 y 1)

Se apreció el impacto en la volatilidad o riesgo del valor de mercado en el componente idiosincrásico del riesgo total expresado por la varianza del rendimiento en la siguiente expresión:

$$\sigma^2(R_i) = \beta_i^2 \sigma^2(R_m) + \sigma_i^2 \quad \text{Ec 4}$$

donde

$\sigma^2(R_i)$ = la varianza del rendimiento del activo i o riesgo total del activo

$\beta_i^2 \sigma^2(R_m)$ = Riesgo sistemático del activo i

σ_i^2 = Riesgo propio o específico del activo i (esperanza de los e_{it}^2)

Así, σ_i^2 resulta ser la variable a explicar a partir de la información revelada. De esta forma se verifica si la información suministrada en el momento t explica la volatilidad propia de la empresa.

Los resultados expuestos en Anexo I confirman que $\sigma^2 = f(IIR)$, y más específicamente, la relación inversa entre información y volatilidad.

Para un año en particular, un mayor índice de información revelada (IIR) se corresponde con un menor riesgo. Más específicamente, por cada unidad de cambio en la información, la volatilidad medida por σ^2 disminuye, en promedio, en 0,158 unidades.

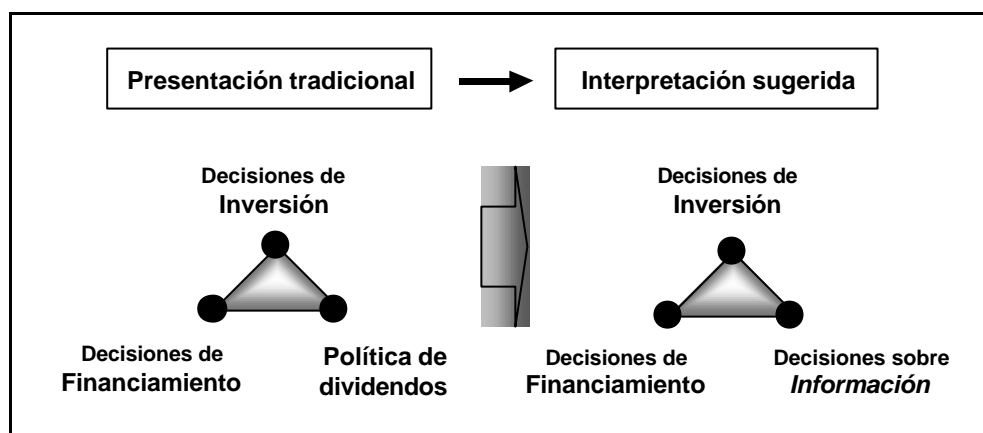
Si se observa la totalidad del período, este impacto en la volatilidad se reduce a 0,055 (tabla 3 en el mismo Anexo). Aun en este caso, con valores de estimadores (en particular) y para el modelo (en general) que no resultan significativos (pruebas t y F respectivamente), tal comprobación no deja de aportar consistencia a la anterior conclusión teniendo en cuenta que en mercados menos eficientes, amplios y profundos, con una actividad de analistas y otros agentes usuarios de la misma sustancialmente menguada, es dable esperar una vinculación mucho más débil entre ambas variables.

4. Financiamiento como función de la información revelada

Se insiste aquí en una variante significativa respecto de la mayoría de los textos usuales: que los tres componentes del trípole sean las decisiones de Inversión, de Financiamiento y las referidas a Información.

En tal caso, si bien siguen siendo tres los objetos de decisión a través de los cuales los modelos financieros entienden poder satisfacer el objetivo empresario de maximizar el valor presente del capital propio invertido, no son las mismas tres decisiones. En efecto, se entiende que el tratamiento de los dividendos puede con propiedad quedar comprendido como especie del género Financiamiento. Y que como consecuencia directa de admitir que la referencia de valor es un valor financiero de mercado, el tercer componente del trípole está dado por definiciones relativas al vínculo empresa-mercado, esto es una relación o comunicación constituida por información de naturaleza financiera. Esta interpretación se representa en la figura 1.

Figura 1



Las decisiones de Inversión están fuera de discusión. Las de Financiamiento no son objeto de otros comentarios que los ya adelantados. La inclusión de la incumbencia de la función financiera referida a información se apoya en argumentaciones como las que siguen.

La necesidad de información por parte de los mercados se origina en su carácter de proveedor y receptor de fondos, de otorgante de liquidez a títulos valores, y de evaluador-calificador de la performance empresarial. En particular, destacamos aquí su identificación como ámbito donde la empresa compite con otras para ser destinataria de los recursos del inversor.

Tratándose de roles tan tradicionales, cabe preguntarse la razón por la cual esta incumbencia de la función financiera es identificada (y propuesta) tan recientemente. La respuesta viene dada por variables que en las últimas décadas han modificado campos temáticos, perfil y alcance de las disciplinas, sobretodo si se vinculan a tecnologías científicas (Scarano 2003, Pavesi 2000). Nos referimos básicamente a:

- ◆ Fuerte competencia por fondos, que exige mayor y mejor información sobre resultados esperados y riesgos.
- ◆ Volatilidad del contexto en que se solicita financiamiento, una evidencia global.
- ◆ La necesidad de un crecimiento empresarial que no se vea limitado por la incertidumbre, no obstante se la aprecie en aumento.
- ◆ La globalización de los mercados, que ha incrementado la competencia y la complejidad
- ◆ Mayor demanda de confianza como consecuencia de exposiciones crecientes
- ◆ Desarrollos en tecnología de la información que han eliminado barreras espaciales y temporales.
- ◆ Multiplicación de agentes que intermedian entre oferentes y demandantes apoyados en argumentos diferentes no obstante referidos a un mismo tipo de negocios.

- ♦ Complejidad incrementada de la relación empresa-inversores que requiere mensajes mucho más significativos, robustos a la vez que precisos, confiables y susceptibles de verificación. Esto ha relegado la importancia relativa de la información contenida en tradicionales estados contables.

La referida incumbencia se identifica a partir del reconocimiento de la creación de valor como proceso que convoca a la empresa en su conjunto. En consecuencia, aportes a ese respecto pueden originarse tanto en el área de producción como en la de recursos humanos, logística, marketing o gestión financiera. Precisamente, en esta evidencia nace la necesaria incumbencia de la función financiera ya que dichos aportes al valor, por cierto un intangible, deben ser traducidos a los términos que el mercado requiere para poder transformarlos en un valor financiero: el precio. Este precio, el valor pagado por un inversor, es una resultante de múltiples factores sintetizados básicamente en dos variables: rendimiento y riesgo. Esta misión es específica de la función financiera, originando un ámbito decisional con identidad propia.

La generalizada aceptación del valor de mercado como referencia inobjetable de la satisfacción del objetivo empresario, impone la aceptación de esa incumbencia de la función financiera como intérprete de performances diversas para definir y traducir aportes al valor en términos propios de la disciplina financiera. Algo que no ocurre meramente porque así lo pretendan sus cultores sino porque es lo que éstos aprenden cuando deben participar en la competencia por los recursos financieros.

Repárese en que los modelos financieros, como tales cuentan con mecanismos propios. Los mismos vinculan las variables dependientes (en nuestro caso el valor de mercado o cotización) con los parámetros o variables independientes. Esas relaciones o asociaciones son frutos de la investigación empírica, de acuerdos contractuales que las determinen o por adhesión a teorías (es decir, sobre bases lógicas o conceptuales). Como se comprenderá, tratándose de mecanismos que traducen cualquier origen o creación de valor en un valor financiero, el rol de la disciplina queda determinado de hecho y por lógica implicación.

La empresa debe satisfacer los requerimientos de información provenientes del mercado y debe hacerlo de manera óptima para tener éxito. Este éxito no es obtenido necesariamente por la mejor empresa en sentido tradicional (la que mejor invierte y mejor se financia) sino por la empresa que es mejor conocida, propiamente entendida y que haya hecho un mejor trabajo en la creación de confianza por parte del inversor (Marcus y Wallace, 1997).

El resultado que premia tal performance es un mayor valor de mercado, un plus-precio para su capital como reconocimiento a su comportamiento y correlativo plus-liquidez derivado de un mercado ampliado. Tal es, en síntesis, el objetivo último de las relaciones empresa-mercado (“investor relations”).

Ya se ha aceptado que esta relación entre empresa y el mercado ha demarcado su propia identidad como disciplina en el campo científico, en asociación a un arte también específico (Marcus y Wallace, op. cit.). Se trata de una mezcla de capacidades técnicas, imaginación y estrategia activa, que se nutre indudablemente de los aportes generados desde diferentes áreas como marketing, estrategia, producción, recursos humanos y, desde luego, finanzas.

Cuando se pretende identificar la incumbencia de la función financiera respecto de este campo decisional (que en esta presentación se ha definido como información), sirven de apoyo expresiones de los antes aludidos autores, quienes sostienen que “la razón que más compromete a un programa intenso de relaciones financieras (con el mercado) reside en la propia naturaleza del análisis de los activos financieros. La mayor parte del análisis es basada en factores intangibles y no mensurables, entre ellos el management y la capacidad empresarial para planificar y cumplir sus objetivos (Brancato, 1997). Pero que el mercado puede apreciar si, y solo si, adoptan la naturaleza propia de un mensaje financiero.

Esta creación de valor, a la que refiere también Rappaport (1981) cuando demuestra que la cotización incluye argumentos que van más allá de la información contenida en los planes de las organizaciones, está referida a aportes de naturaleza diversa que finalmente deben ser reconoci-

dos en un precio, un valor financiero. En síntesis, se trata de valores que reclaman de una transformación para finalmente expresarse en términos de rendimiento y riesgo, la información que el mercado procesa para determinar el valor de mercado.

Al respecto, una investigación ha demostrado que compañías con mayor inversión en seguimiento y análisis del mercado aparecen asociados a un mayor price/earnings ratio (Investor Relations Update, publicación del National Investor Relations Institute), un hallazgo que empíricamente demuestra lo que la teoría financiera enuncia como un principio general: frente a una más confiable anticipación de una performance esperada corresponde aplicar una tasa de descuento menor. Se logra en consecuencia un mayor valor actual de mercado.

En el mix de información percibida por el mercado, el componente financiero es esencial, pero no lo es solamente como evidencia de capacidad de haber hecho realidad los objetivos de la organización. Lo es en medida no menor por la confianza y credibilidad que generan sus anticipaciones, algo que se logra a través de una inteligente exposición de la manera en que las contribuciones a la creación de valor por parte de las distintas áreas funcionales sustentan la anticipación de la performance financiera futura.

Siendo que la información financiera y la confianza de las anticipaciones dependen de un proceso que vincula causas diversas con resultados estimados, por otra parte condicionados por factores asociados según juicio y experiencia lo justifiquen, es obvio que el éxito para acceder al escaso capital depende en medida significativa de un intangible. Susceptible de mayor o menor valor según parámetros tradicionales como por ejemplo eficacia, eficiencia y procedencia.

Es la razón por la cual se acepta la necesidad de regulación sobre los procedimientos de elaboración y sobre las condiciones que la información suministrada debe satisfacer. Al respecto, la SEC ha explicitado una posición que compromete a los directivos de empresas que consideran a estas exigencias una carga burocrática en lugar de una importante y decisiva misión por desatender clara y seriamente su responsabilidad con los inversores (Securities Exchange Act Release N° 46079, June 14, 2002).

Obviamente, para optimizar la satisfacción del objetivo reconocido por las decisiones en materia de información, se debe conocer al destinatario (el inversor) y sus requerimientos, su función de utilidad y la naturaleza y demás características del producto-información que se le suministra. La natural incertidumbre de este tipo de información es lo que expone a litigios a las empresas, tanto más cuanto más proclives sean a revelar este tipo de proyecciones, dando pie a fuertes reclamos a favor de normas específicas para mejorar la efectividad de los safe harbor statements (Chenok, 1995; Harper, 2003; Kaufer y Dubinsky, 2003).

Los pronósticos financieros constituyen un input importante del análisis a cargo del inversor, o sea del proceso que decide la provisión de los fondos a una empresa. Una decisión favorable depende del diseño inteligente y de la habilidosa ejecución del programa de relaciones financieras. Este vínculo no es ya la tarea intuitivamente efectuada por los responsables de las relaciones públicas de la empresa sino el producto de una práctica madura, sofisticada y llevada a cabo por especialistas (Marcus and Wallace)

El Director Financiero debe hallar respuestas a interrogantes que se plantean sobre efectos que se miden en términos financieros, afectando la viabilidad de la empresa, su acceso a mercados, el costo de su financiamiento, etc. En consecuencia, nace su incumbencia e interacción con otros responsables respecto de las estrategias y el planeamiento empresarial, sobre la optimización y equilibrio de la tasa de crecimiento en ventas en relación a impactos operativos y a su financiamiento, tanto en el largo como en el corto plazo y, de manera cada vez más estrecha, con la comunicación obtenida de, y destinada a, los mercados financieros.

Un aspecto relevante para esta cuestión es la posibilidad de aceptación de nuevos subrogantes de valor, como fuera reconocido hace tiempo por la Comisión de la Securities and Exchange Commission (SEC) de Estados Unidos presidida por Joseph Stiglitz (Brancato, 1997). Se aceptó entonces la muchas veces importante aportación de valor originada en intangibles, no obstante lo cual ello no es informado al mercado de manera explícita y específica. Dicha Comisión admitió que el suministro de información de esa naturaleza no puede por el momento ser admitida en

razón de la inexistencia de un procedimiento o normativa que permita su exposición de manera regular, homogénea y estandarizada para posibilitar una apreciación objetiva.

En consecuencia, nace para la función financiera la necesidad de identificar tales fuentes generadoras de valor, de crear el procedimiento que traduzca performances referidas a tales aspectos en información de naturaleza financiera y de exponerla en los términos que el mercado entiende, esto es, medidas de rendimiento y riesgo.

La aceptación de esta incumbencia de la función financiera puede ejemplificarse cuando, por ejemplo, las campañas publicitarias proclaman el avance que significa un nuevo motor en la lucha por preservar las condiciones ambientales, o cuando tantos artículos de consumo masivo expresan en sus etiquetas que los mismos no afectan la capa de ozono de la atmósfera. Dicha información es indudablemente portadora de valor. Corresponde entonces que el modelo financiero demuestre capacidad (la tiene) para capturarlo, ya sea a través de impactos en ventas, en costos, en márgenes y, finalmente, en rendimiento-riesgo. De tal forma el mercado recibe el insumo que permite que dicha creación de valor genere impactos en el precio del capital propio (cotizaciones).

De tal forma, la función financiera se asocia a las demás funciones reconocibles en una organización (marketing, producción, recursos humanos, la misma finanzas) para aportar una contribución idiosincrásica, propia de la función financiera: la interpretación del modelo de valoración del mercado y su satisfacción a través del suministro de la información pertinente para hacer posible la mejor cotización (mayor valor presente del capital propio invertido).

Esta posición ha sido expuesta hace ya tiempo en las Jornadas de la SADAF (Alonso, 1998) y se comprueba su vigencia a partir de evidencias en otros ámbitos y también en el nuestro, de la participación de firmas especializadas en disciplinas financiero-contables y administrativas en la colocación de emisiones de fondos de inversión directa e indirecta (o financiera) como extensión de funciones más tradicionales.

Entre las características de esta incumbencia de la función financiera se cuentan, por ejemplo, la referida a rapidez, en muchos aspectos una comunicación en tiempo real, la de ser altamente sofisticada, expresada en lenguaje simbólico y abstracto, obtenida indirectamente desde múltiples subrogantes portadores de valor pero que se expresan en términos inadecuados para el mercado. Se trata de una actividad en permanente transformación y cambio cuyo contenido no lo decide el productor (como se asumió por largo tiempo) sino el demandante de la misma: el inversor potencial.

Con base en tales argumentos, hemos entendido que la función financiera ha sumado a sus clásicos objetos de estudio un nuevo campo decisional: el del mensaje financiero o comunicación con el inversor.

Dicho mensaje reconoce múltiples fuentes como generadores de resultados diversos pero que, no obstante; deben finalmente expresarse en un valor financiero. El precio que paga quien ha sido seducido por el prospecto ofrecido por la empresa. Es el valor recibido en efectivo por la empresa que requiere financiamiento, tanto sea provisto a costo fijo (deuda) como a costo variable (accionistas).

La participación de los responsables y ejecutivos a cargo de la función financiera en este cometido, que vincula a la empresa con el inversor, está reconocida también entre nosotros. Las normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV) establecen la necesidad de la intervención de profesionales en ciencias económicas en los estados e informes que deben acompañar las emisiones de obligaciones y capital accionario tanto en el plano interno de las organizaciones como la destinada al mercado (Anexos a Normas de la CNV) y que aluden tanto a información histórica comparativa como a la situación presente y las estimaciones sobre comportamientos futuros (en realidad emplean el término proyecciones, que consideramos impropio toda vez que se asume una posición activa y optimista sobre creación de los estados futuros deseados). Deben también anexarse “notas sobre la naturaleza y limitaciones de la información proyectada” (punto 8 del Apéndice al Anexo XIV: Prospecto), enunciación que entendemos requiere de m-

yores y más precisas especificaciones conteniendo compromisos explícitos de la dirección respecto de performances anticipadas (metas).

En términos más generales, el Decreto 677 de 2001 instituyó el Régimen de la Oferta Pública de las emisiones y de la información que los entes emisores deben hacer conocer en reconocimiento de los “derechos del consumidor financiero” y como medio de “proteger al ahorrista en el mercado de capitales”, una necesidad para “garantizar la eficiente asignación del ahorro”. En tal sentido, el propósito central del Régimen es el de “crear confianza y seguridad como medio de bajar el costo de financiamiento y aumentar su volumen”.

El contenido de la información que los emisores deben revelar, y los agentes intermediarios difundir, con la “debida diligencia” (propia del buen hombre de negocios), cap. V, hace mención explícita a la que puede incluirse como ampliación de las memorias, entre ella la planificación empresarial, financiera y de inversiones, a la política de dividendos, coberturas de riesgos, etc.

También se advierte en nuestra legislación que “no podrá contener expresiones que puedan inducir a error, equívoco o confusión sobre naturaleza, precio, rentabilidad, rescate, liquidez, garantía u otra característica de los valores negociables” (cap. V, art. 18 del Decreto 677/01), aspectos sobre los que tratan de protegerse las empresas actuantes en otros mercados a través de los antes referidos safe harbor statements.

Está claro que los mercados de menor desarrollo relativo, como es el caso de Argentina, las relaciones con el inversor padecen parecida desventaja, generándose una relación de recíproca negativa causalidad entre las limitaciones de los mercados y las limitaciones de la información en ellos disponible.

Es interesante al respecto la evidencia empírica que confirma que empresas con mayor inversión en información se asocian positivamente con un mayor valor de mercado (Marcus y Wallace). Respecto de países emergentes, se conocen por ejemplo los resultados obtenidos de empresas cotizantes en el mercado bursátil de Amann (Jordania) y expuestos por Naser, Al-Khatib y Karbhari (2002) que confirman esa correlación. Por nuestra parte, en un párrafo precedente hemos expuesto resultados que confirman con evidencia empírica la relación inversa entre información y riesgo (volatilidad), sumando un importante argumento al valor que se atribuye a la información.

REFERENCIAS

- Alonso A., Legato A. y Valetutto M. (2004), Información y volatilidad, Viña del Mar, Chile.
- Alonso A. (2002), Información: una incumbencia reciente de la Función Financiera, Disertaciones, XXIII Jornadas Nacionales de la SADAF, Córdoba.
- Alonso A. y Legato A. (2000^a), Factores asociados al éxito-fracaso de empresas y microemprendimientos, Revista Administración, UNICEN, N° 1 Vol 1, mes Mayo.
- Alonso A. y Legato A. (2000b), Financiamiento: Estructuras Optimas y evidencia empírica, CI-SADAF, Vol XX, 1:17
- Alonso A. y Peredo J.P.(1998), Valuación de empresas. Algunos dilemas originados en la información, XVIII Jornadas de la SADAF, Corrientes (Argentina).
- Alonso A. (1980) Decisiones de inversión y financiamiento en las medianas y pequeñas empresas, Administración de Empresas, Año XI, N° 125, Agosto
- Brancato, Carolyn K. (1997), Communicating corporate performance, Research Report, The Conference Board,
- Chenok, Philip B (1995), presentación a la SEC como presidente del American Institute of CPAs, denunciando que los resguardos referidos a non GAAP provisions resultan insuficientes, en Journal of Accountancy, mes de abril.
- Gitman Lawrence J. (2000), Administración Financiera, 8a. Edición, Pearson Education, México.
- Griggs L.L., (2002), Securites disclosure, Insights, Vol 16, N° 12, December.
- Harper, Heather (2003), Don't Give Up Guidance, Strategic Investor Relations, Spring 2003, Vo. 3, Issue 1.

- Kaufer J.M. and Dubinsky E.,(2003), SEC proposes Rules requiring Companies to Disclose Material Off-Balance Sheet Arrangements, Banking /Financial Services Policy Report, Vo. 22, Number 1, January.
- Markus B.W. and Wallace S.L. (1997), New Dimensions in Investor Relations: Competing for Capital in the 21st. Century, Wiley.
- Messuti, D.J (1997), Ensayos sobre administración y análisis financiero, Ediciones Contabilidad Moderna, Buenos Aires.
- Naser, Al-Khatib and Karbhari (2002), Empirical evidence on the depth of corporate information disclosure in developing countries, IJCM, Vol 12, N° 3 y 4
- Pavesi, P. (2000), La Decisión, Ediciones Cooperativas, UBA, Buenos Aires.
- Rappaport A (1981), Selecting Strategies that create Shareholder Value, Harvard Business Review, May-June
- Scarano E.(2003), Tres concepciones de la Administración, ECOS de Grado y Posgrados, Económicas, UNLP, N° 0.

ANEXO I

a) Factores determinantes de la información revelada

Para testear la validez de las hipótesis que toman a la información revelada como una variable dependiente se consideraron regresiones entre factores explicativos de la información (IIR) y los parámetros rentabilidad operativa (ROI), rentabilidad neta (ROE); endeudamiento (END), Activo Total (ACT) y una variable cualitativa, auditoría (AUDA).

Tabla 1. Matriz de Correlaciones

| | <i>IIR</i> | <i>ROI</i> | <i>ROE</i> | <i>END</i> | <i>LOGACT</i> | <i>AUDA</i> |
|---------------|------------|------------|------------|------------|---------------|-------------|
| <i>IIR</i> | 1 | .324 | .427 | .074 | .587(*) | .351 |
| <i>ROI</i> | .324 | 1 | .778(**) | .295 | .059 | .192 |
| <i>ROE</i> | .427 | .778(**) | 1 | .297 | .180 | .427 |
| <i>END</i> | .074 | .295 | .297 | 1 | .380 | .312 |
| <i>LOGACT</i> | .587(*) | .059 | .180 | .380 | 1 | .731(**) |
| <i>AUDA</i> | .351 | .192 | .427 | .312 | .731(**) | 1 |

* La correlación es significativa al nivel 0,05 (bilateral).

** La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

Previo al análisis de regresión se realizó la transformación logarítmica de la variable ACT a efectos de que cumplierse los supuestos del modelo y se analizaron las correlaciones para detectar posibles colinealidades entre las variables independientes (Tabla 1). Es así como se decide no incluir al ROI dado que resulta colineal con ROE y presenta baja correlación con el IIR.

De la Tabla 2 se desprende que dos son los factores que afectan la revelación de la información el tamaño (Activo) y en segundo lugar, en menor medida, ROE. Se interpreta en consecuencia que empresas de mayor tamaño revelarán más información para reducir por su intermedio los costos ocasionados por una relación de agencia y por costos políticos, mayores para estas empresas que para el resto. Asimismo, empresas de mayor tamaño presentan mayores asimetrías de información, por lo que la una mayor revelación de ésta coadyuvaría para suprimirlas.

Tabla 2. Resultados de la Regresión Múltiple

Variable dependiente: IIR

| | | | |
|----------------|-----------------------------------|--------------|-------|
| R ² | 0,534 | | |
| Durbin-Watson | 2,208 | | |
| | Coeficientes no estandarizados | t de Student | Sig |
| Constante | -0,586 | -1,878 | 0,087 |
| LogAC | 0,107 | 2,730 | 0,020 |
| AUDA | -0,103 | -1,392 | 0,192 |
| ROE | 0,642 | 2,039 | 0,066 |
| END | -0,128 | -1,284 | 0,231 |
| Prueba F | 4,194 | | |
| Sig. | 0,033 | | |

b) Información y volatilidad

Respecto de la hipótesis $\sigma^2 = f(\text{IIR})$, los resultados confirman la relación inversa entre información y volatilidad.

Para un año en particular, un mayor índice de información revelada (IIR) se corresponde con un menor riesgo. Más específicamente, por cada unidad de cambio en la información, la volatilidad medida por σ^2 disminuye, en promedio, en 0,158 unidades.

Si se observa la totalidad del período, este impacto en la volatilidad se reduce a 0,055 (tabla 3). Aun en este caso, con valores de estimadores (en particular) y para el modelo (en general) que no resultan significativos (pruebas t y F respectivamente), tal comprobación no deja de aportar consistencia a la anterior conclusión teniendo en cuenta que en mercados menos eficientes, amplios y profundos, con una actividad de analistas y otros agentes usuarios de la misma sustancialmente menguada, es dable esperar una vinculación mucho más débil entre ambas variables.

Otra conclusión de interés revela que el comportamiento relativamente estable del IIR a través del tiempo, con coeficientes de volatilidad que en ningún caso superan el 30 %. Ello denotaría que, al margen de suficiencia o calidad, la cantidad de información no se comporta erráticamente a través del tiempo.

Tabla 3: Regresiones en función de la Información reveladaVariable dependiente: σ^2_i (Riesgo Propio)

| | | | |
|------------------------|-----------------------------------|--------------|-------|
| R ² (anual) | 0,264 | | |
| Durbin-Watson (anual) | 1,986 | | |
| R ² (prom.) | 0,050 | | |
| Durbin-Watson (prom) | 1,654 | | |
| | Coeficientes no estandarizados | t de Student | Sig |
| Constante(anual) | 0,077 | 3,029 | 0,010 |
| IIR(anual) | -0,158 | -2,073 | 0,060 |
| Constante (Prom) | 0,038 | 2,533 | 0,026 |
| IIR(Prom) | -0,030 | -0,729 | 0,480 |
| Prueba F(anual) | 4,296 | | |
| Sig.(anual) | 0,060 | | |
| Prueba F (Prom) | 0,532 | | |
| Sig(Prom) | 0,480 | | |