

UNIVERSIDAD DEL AZUAY

Facultad de Ciencias de la Administración

Escuela de Economía

“LA TEORIA DE LAS AGENCIAS Y SU APLICACIÓN EN

LA GESTION EMPRESARIAL: CASO DE ESTUDIO”

TESIS PREVIA A LA OBTENCION DEL TITULO DE ECONOMISTA

DIRECTOR:

Eco. Bladimir Proaño R.

AUTOR:

Sr. Jacinto Vintimilla R.

CUENCA - ECUADOR

2009

AGRADECIMIENTO

A mis profesores,

Jacinto Vintimilla, virtuoso profesional y padre ejemplar,

Bladimir Proaño, preclaro académico y amigo generoso.

DEDICATORIA

A mi adorada hija María Gracia.

ABSTRACT

The most important responsibility of the executive officers into the firm, talking about financial management, is to keep the shareholders satisfied. It means the board of management will support the shareholder's interest.

Making a careful study of the financial management's real meaning into the firm, when the company turns into a big one, as a matter fact its operation is more complex, therefore the management staff must be very qualified in many vertical levels.

Therefore the management of a firm should be understood as a group of necessary activities designed to reach financial goals. Without a management staff, the firm will never get good health for existing and growing.

INDICE

CAPITULO I

Aspectos Teóricos

i.	Introducción	1
ii.	Concepción general de la teoría de las agencias	2
iii.	La aplicación empírica en la empresa ecuatoriana	12
iv.	Las relaciones internas para el control corporativo	14
v.	La responsabilidad sobre las decisiones de gestión financiera	18
vi.	La visión del Principal en el control corporativo	20
vii.	La visión del Agente en el control corporativo	22
viii.	Conclusión	25

CAPITULO II

Análisis de la calidad y veracidad de la información Principal Agente

i.	Introducción	27
ii.	Las fuentes de información general y recurrente: análisis del horizonte	28
iii.	La contribución de la información al proceso de decisión	28
iv.	Las distorsiones transaccionales de la asimetría de la información	29
v.	El índice de gestión financiera sistémica y de mercado, modelo	31
vi.	Conclusión	42

CAPITULO III

Integración de una propuesta adaptada al caso de estudio

i.	Introducción	43
ii.	La funcionalidad de la empresa local frente a la desintermediación financiera.	44
iii.	Cambios en el modelo de decisiones estructurales en las finanzas de la empresa	47
iv.	La ruptura en las relaciones internas frente a los riesgos	48
v.	La necesidad de incorporación del agenciamiento	50
vi.	Posibilidades dentro de las pequeñas y medianas empresas PYMES	52
vii.	Conclusión	53

CAPITULO IV

Valoración a través del mercado de capitales

i.	Introducción	54
ii.	Nuevas formas de contratación entre agentes y propietarios	54
iii.	El papel del intermediario o comisionista en bolsa	59
iv.	El Valor Económico Agregado (EVA)	63
v.	Conclusión	68

CAPITULO V

Conclusiones y Recomendaciones	70
---------------------------------------	-----------

BIBLIOGRAFIA	73
---------------------	-----------

ANEXOS

CAPITULO I

ASPECTOS TEORICOS

i. Introducción

El nuevo marco económico globalizado, el aumento del grado de internacionalización de la economía o los niveles de armonización derivados de la integración han conducido, en los últimos años, a la necesidad de reformas en los modos de organizar el gobierno de las empresas.

Entre las causas de estas reformas se encuentra una constante: la separación entre propiedad y gestión, que si bien puede producir ventajas, como la especialización de las funciones, lleva inherente el riesgo de conflictos de intereses.

Es decir, la separación de propiedad y control, tal y como se presenta, la empresa moderna, tiene como principal problema evitar los posibles comportamientos oportunistas de los gestores que tienden a reducir el valor empresarial.

Ante esta situación, y centrándonos en el enfoque de la empresa, Jensen y Meckling (1976) plantean una de las propuestas de mayor interés, cual es la teoría de las agencias y su aplicación a los problemas de la gestión financiera corporativa, al estudiar la relación de empresa existente entre accionistas y directivos, es decir, las situaciones en que se produce separación entre la propiedad y el control, junto con el conflicto de intereses entre ambos.

Bajo este contexto, partimos de la necesidad de revisar las principales aportaciones teóricas realizadas en la literatura económica sobre la capacidad del gobierno corporativo para evitar comportamientos oportunistas por parte de la dirección, así como en particular, sobre la gestión financiera, para desarrollar los objetivos de este caso de estudio.

ii. Concepción general de la Teoría de las Agencias

Después de las primeras aportaciones formuladas por los economistas clásicos como Adam Smith, los problemas relacionados con la separación de la propiedad y el control no fueron objeto de atención por parte de la doctrina hasta la publicación del trabajo realizado por Berle y Means (1932) y Coase (1937), quienes centraron su atención en las grandes empresas cuyo capital estaba repartido entre un elevado número de accionistas donde cada uno de ellos poseía una fracción poco significativa del capital que no les permitía controlar las actuaciones de los directivos de la empresa.

Para estos autores, los intereses de los directivos corporativos y de los accionistas divergen ampliamente. Así, mientras que los directivos quedan conceptuados como personas que van en busca de poder, prestigio y dinero, los accionistas están interesados sólo en los beneficios.

Las preferencias por el tamaño, junto con la suficiente discrecionalidad para influir en él, constituyen los fundamentos de la teoría gerencial de la empresa, que se revela como una de las primeras explicaciones sobre el origen de la ineficiencia a que da lugar a la separación entre propiedad y control (Jensen y Meckling, 1976).

Así surge la teoría de las agencias. Así por ejemplo, el elevado grado de concurrencia con la teoría de los costos de transacción ha propiciado que algunos autores confundan la teoría de la agencia con los argumentos del fracaso del mercado. Sin embargo, por un lado, la teoría de las agencias no explica por qué existen las empresas como alternativa a los mercados, sino cómo a través de las relaciones contractuales las fuerzas del mercado afectan a las mismas.

Centrándonos en el planteamiento que nos ocupa, conviene analizar los conceptos de relaciones y costos de empresa o agencia. En tal sentido, se entiende que surge una relación de agencia cada vez que un individuo depende de la acción de otro.

Más específicamente, Jensen y Meckling (1976) consideran que una relación de agencia se define a través de un contrato explícito en el que una parte, el agente, se compromete a llevar a cabo determinadas acciones en beneficio de otra parte, el principal.

El contrato generalmente incorpora delegación de autoridad, de forma que el agente toma ciertas decisiones en nombre del principal.

En este contexto, el objetivo básico de esta teoría es determinar, dadas ciertas hipótesis relacionadas con las personas, la organización y la información, cuál es el contrato más eficiente para gobernar la relación principal-agente, tomando como referente el control del comportamiento del agente.

Los problemas de empresa o agencia se presentan en situaciones de información asimétrica, es decir, bajo los supuestos siguientes: (a) información oculta o selección adversa, una parte de la transacción dispone ex ante de información privada sobre determinados estados de la naturaleza que no es observable por la otra parte, y (b) acciones ocultas o riesgo moral, acciones ex post no observables adoptadas por una de las partes de la transacción con el fin de maximizar su utilidad en detrimento de la otra parte.

El principal puede reducir las desviaciones en el comportamiento del agente con respecto a lo establecido en el contrato de agencia instituyendo un sistema de incentivos o incurriendo en los denominados costos de empresa o agencia, entre los que cabe distinguir (Jensen y Meckling, 1976):

- (a) costos de formalización, derivados del diseño y redacción de los contratos,
- (b) costos de supervisión, dirigidos a supervisar y condicionar la actividad del agente,
- (c) costos de garantía, abonados por el agente como fianza de que sus acciones se ajustarán a lo pactado,
- (d) pérdida residual, derivada de las decisiones adoptadas por el agente que muestran desviación respecto a lo que hubiese realizado el principal en tal situación.

Se identifican dos situaciones principales relacionadas con la propiedad y el control que pueden crear costos de agencia:

(a) aquella en que los directivos se comprometen a corto plazo con actividades de elevado costo diseñadas para obtener retribuciones extra, distintas de las salariales que reducen la rentabilidad corporativa e incrementan los costos.

(b) aquellas en que los directivos buscan satisfacer sus necesidades de poder, prestigio y estatus a través de decisiones estratégicas a largo plazo que aumentan el tamaño de la empresa pero no sus resultados corporativos; por ejemplo, cuando la empresa se diversifica aceptando proyectos que no crean valor.

En este sentido, cuando la discrecionalidad directiva está presente, la rentabilidad de la empresa disminuye, pudiendo ser explicada esta situación por el hecho de que el estatus que permite un exceso de poder en manos de la dirección que conduce a tomar decisiones en beneficio propio.

Se establece la existencia de los dos mecanismos de gobierno siguientes:

(a) El establecimiento de contratos basados en los resultados, más que en el comportamiento, que permiten adaptar las preferencias de los agentes a las de los principales al depender, para ambos, las compensaciones de unas mismas acciones.

(b) El desarrollo de sistemas de información, puesto que éstos permiten que el principal conozca realmente el comportamiento y actividades del agente.

La segunda corriente dentro de la teoría de las agencias es denominada teoría principal agente y se caracteriza por ser más abstracta, poseer una orientación más matemática y centrarse en un conjunto más amplio de organizaciones.

Esta teoría a diferencia de la positiva, no pretende identificar distintos tipos de contrato, sino determinar cuál es el más eficiente para regir las relaciones entre el principal y el agente.

Pero, Jensen y Meckling (1976) consideran que dentro del marco de la teoría de la agencia se debería tener en cuenta no sólo la relación de agencia entre propietarios y directivos, sino también los contratos entre los directivos y otros grupos de interés o stakeholders.

El término grupos de interés o stakeholders hace referencia a aquellos agentes que de alguna forma tienen una relación con la empresa al haber invertido recursos financieros o capital humano en la misma, como por ejemplo los accionistas que buscan maximizar el valor de su inversión-, los empleados -que invierten tiempo y capacidades y buscan unas adecuadas condiciones de trabajo, los proveedores que venden sus productos a un precio justo para obtener la fidelidad de una clientela o los clientes que originan los beneficios de la empresa a cambio de un producto de calidad.

Por tanto, la perspectiva centrada en una relación de agencias entre accionistas y directivos se reconoce como restrictiva, por lo que el problema de agencia adquiere un carácter más global como consecuencia de la confluencia múltiples relaciones contractuales.

Volviendo a la teoría de las agencias, las corrientes expuestas mantienen una unión común de análisis, que no es otra que el contrato entre el principal y el agente, la separación de propiedad y control, tal y como se presenta en la empresa moderna, tiene como principal problema evitar los posibles comportamientos oportunistas de los gestores que tienden a reducir el valor empresarial.

Ante esta situación, la literatura sobre gobierno corporativo de la empresa ha hecho hincapié en los problemas contractuales que plantea la relación entre accionistas que intervienen en la acción colectiva para facilitar la asignación eficiente de riesgos y los equipos directivos que se responsabilizan de las decisiones sobre utilización de los recursos disponibles, estudiando los mecanismos de que disponen los inversores para ejercer el control de la compañía de forma que los problemas se vean minimizados.

A la hora de formular una estrategia, existe un conjunto de elementos que hay que tener en cuenta, como por ejemplo los recursos que posee la empresa; los negocios en los que ya se encuentra compitiendo; la estructura, sistemas y procesos que utiliza para llevar a cabo su actividad; y la visión definida por la empresa así como sus metas y objetivos.

Sin embargo, esta lógica estratégica no tiene en cuenta el papel que desempeñan las personas en la evolución de la estrategia, ya que en la mayoría de los casos estas decisiones son el resultado de los propios objetivos personales de los ejecutivos; en otras palabras, la decisión estratégica es una opción de la alta dirección y, por lo tanto, se encuentra afectada por su percepción, personalidad, motivación y expectativas.

En este sentido, se señala que el punto de partida para analizar los propósitos organizativos debe enmarcarse en el contexto del gobierno corporativo ya que, además de tener el poder de influir sobre los mismos, analiza los procesos de supervisión de las decisiones y acciones ejecutivas, así como los temas relacionados con la responsabilidad y el marco legal de la organización.

El gobierno de la empresa o gobierno corporativo ejemplifica muy bien los temas de estudio económico sobre la gran empresa que han despertado el interés de profesionales y académicos durante los últimos años.

Siendo un tema de debate social en la mayoría de los países avanzados, el término gobierno corporativo hace referencia al sistema a través del cual los negocios son dirigidos y controlados, especificando la distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes en la corporación, tal como el consejo, dirección, accionistas y otros grupos de poder; definiendo las reglas y procedimientos para la toma de decisiones en los temas corporativos; y proporcionando la estructura a través de la cual los objetivos de la compañía son fijados, así como los medios para lograr esos objetivos y controlar la rentabilidad.

Varios Conceptos de gobierno corporativo.-

Año: 1990

Autor/es: Baysinger y Hoskisson

Concepto: Integración de controles externos e internos que armonicen el conflicto de intereses entre accionistas y directivos resultante de la separación entre la propiedad y el control.

Año: 1993

Autor/es: Keasey y Wright

Concepto: Estructuras, procesos, culturas y sistemas que producen el éxito del funcionamiento de las organizaciones.

Año: 1994

Autor/es: Prowse

Concepto: Conjunto de mecanismos que pueden prevenir a la empresa de políticas alejadas de la maximización del valor a favor de un stakeholder a expensas de otros.

Año: 1995

Autor/es: Hart

Concepto: La estructura de gobierno puede verse como un mecanismo para la toma de decisiones que no se han especificado en el contrato inicial.

En vista de la capacidad directiva de seguir sus propios intereses, es obviamente importante que existan controles y comparaciones sobre el comportamiento directivo. Un objetivo fundamental del gobierno corporativo consiste en diseñar esos controles y comparaciones.

Año: 1996

Autor/es: Mayer

Concepto: El gobierno corporativo está relacionado con las formas de conducir los intereses de las dos partes (inversores y directivos) en la misma línea y asegurar que la empresa sea dirigida en beneficio de los inversores.

Año: 1997

Autor/es: Masifern

Concepto: Sistema global de derechos, procesos y controles establecidos interna y externamente para que rijan a la dirección de la empresa, con el objetivo de proteger los intereses de todos en la supervivencia con éxito de la empresa.

Año: 1998

Autor/es Fernández y Gómez

Concepto: El sistema de gobierno de una empresa hace referencia al sistema completo de acuerdos institucionales y relaciones a través de las cuales las empresas son dirigidas y controladas. Se centra por tanto, en las relaciones entre propietarios y equipo directivo, así como en su repercusión en los resultados.

El objetivo principal de la estructura de gobierno es contribuir precisamente al diseño de los incentivos y mecanismos de control que minimicen los costos de agencia para evitar que la separación entre propiedad y control, asociada a las grandes empresas, de lugar a formas de organización ineficientes. El gobierno de la empresa es un proceso de supervisión y control de la dirección de una empresa, por instituciones o mecanismos internos y externos, cuya finalidad es alinear los intereses de los gestores con los de los accionistas.

Año: 1999

Autor/es: Grespi y Gispert

Concepto: Gobierno corporativo hace referencia a los mecanismos que previenen o corrigen el posible conflicto de intereses entre directivos y accionistas.

Año: 2000

Autor/es: La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny.

Concepto: El gobierno corporativo es, en sentido amplio, un conjunto de mecanismos a través de los cuales los inversores externos se protegen contra la expropiación de los internos.

Año: 2001

Autor/es: Tirole

Concepto: El diseño de instituciones que inducen o fuerzan a la dirección a interiorizar el bienestar de los stakeholders

A mi juicio, las definiciones aportadas por los diferentes autores coinciden en la idea de la importancia de los mecanismos de control tanto externos diseñados por el mercado como internos diseñados por la propia empresa, con el objeto de que las empresas hagan un buen uso de su capital que reinvierta en la maximización del valor de la misma, así como de los propietarios y agentes involucrados en la empresa.

El término gobierno corporativo es percibido de manera diferente de un país a otro, refiriéndose a diferentes temas, personas o instituciones y con diferente intensidad y naturaleza en función del país y de las circunstancias; por lo tanto, la protección legal de los inversores será diferente en cada país dependiendo del origen de las reglas.

En síntesis, los principales fundamentos citados se visualizan a continuación:

TEORÍA	DE LA AGENCIA
DIRECTIVO COMO	Agente.
APROXIMACIÓN AL GOBIERNO DE LAS ORGANIZACIONES	Económico.
MODELO DE HOMBRE. COMPORTAMIENTO	Individualista. Oportunista. Sólo sirve a sus propios intereses.
DIRECTIVOS MOTIVADOS POR	Sus propios objetivos.
INTERESES DE AMBAS PARTES	Divergentes.
ESTRUCTURAS	Orientadas al seguimiento y la supervisión.
ACTITUD DEL PRINCIPAL	Aversión al riesgo.
RELACIÓN BASADA EN	El control.

FACTORES PERSONALES (del directivo)	TEORÍA DE LA AGENCIA
MOTIVACIÓN. NECESIDADES	De orden inferior. Extrínsecas.
COMPARACIÓN SOCIAL	Otros directivos.
IDENTIFICACIÓN CON LA EMPRESA	Baja.
PODER	Institucional.

FACTORES SITUACIONALES (de la empresa)	TEORÍA DE LA AGENCIA
FILOSOFÍA DE DIRECCIÓN	Orientada al control.
A mayor riesgo e incertidumbre	Más controles, más supervisión.
Actitud ante el riesgo	Desconfianza (control).
Tiempo	Corto plazo.
Objetivo básico	Control (minimización) de los costes.
CULTURA ORGANIZACIONAL	Individualista. Distancia de poder alta.

iii. La aplicación empírica en la empresa ecuatoriana

En la literatura parece existir consenso en diferenciar dos modelos de gobierno corporativo: (a) el modelo angloamericano, caracterizado por una relativa pasividad de los accionistas e inversores institucionales, un consejo de administración que no es siempre independiente de la dirección, lo cual no le permite ejercer un completo control de la dirección, y un mercado de control corporativo activo; y (b) el modelo europeo continental y japonés, caracterizados por accionistas y grupos de poder activos, donde su principal accionista son empresas bancarias, un consejo de administración independiente de la dirección, lo cual permite tener un eficiente control de las actividades internas, y un limitado mercado de control corporativo.

Por su parte, Ecuador es un país con un mercado de capitales poco desarrollado y donde los mecanismos de gobierno predominantes son poco modernos; además, las empresas se caracterizan por poseer una propiedad concentrada y un consejo de administración que no ejerce un completo control al no ser totalmente independiente de la dirección.

En instituciones como nuestro caso de estudio, el costo de capital propio no se toma en cuenta como un costo de oportunidad. Si una compañía produce ganancias, es considerada exitosa. Eso, simplemente, a mi juicio es un concepto equivocado.

Los accionistas podrían invertir su dinero con más facilidad y hasta con menos riesgo en el mercado de valores, por ejemplo en el New York Stock Exchange NYSE, ganando un retorno anual de alrededor del 10% a largo plazo. La única razón por la cual un accionista invierte dinero en su empresa es por la expectativa de ganar más que en la inversión alternativa.

Como lo expresa textualmente el experto en management, Peter Drucker: “hasta que una empresa produzca una ganancia que sea mayor que su costo de capital, opera a pérdida. No importa que pague impuestos como si hubiera tenido verdaderas ganancias.

La empresa aún retorna a la economía menos de lo que devuelve en recursos, hasta entonces, no crea riqueza, la destruye”.

Por eso es esencial que la teoría de las agencias, se enfoque en maximizar su valor económico y así cumplir las expectativas de los accionistas, si no, para el capitalista no tiene sentido invertir en la empresa.

En este sentido, si no se sabe a dónde se quiere ir, no importa que camino se escoja. En otras palabras, sin una meta principal, la compañía corre riesgo de tomar decisiones equivocadas y posiblemente fatales para la existencia de la empresa. El someter todos los objetivos de la empresa a una medida como el Valor Económico Agregado ayuda a los gerentes a tomar decisiones alineadas tanto con los intereses de los accionistas, como con el éxito de la institución a largo plazo.

Este concepto, podría sonar puramente materialista, pero es compatible con las necesidades y objetivos de los stakeholders de la institución, como son los empleados, los clientes y la comunidad, es decir entrega valor a todo lo que toca.

En algunas ocasiones los empleados, por lo menos en posiciones de gerencia, tienen acciones en la compañía y por eso tienen interés en aumentar su patrimonio personal, pero si se aplica el concepto de agencia se generará una compensación variable dependiendo de las ganancias económicas para los accionistas, evitando conflictos entre empleados y accionistas.

La gerencia basada en el valor es más que solamente modificar el sistema de metas de la compañía; se trata de cambiar la cultura de la empresa, el pensamiento de todos los empleados. Eso implica conectar la meta principal, el mejoramiento del Valor Económico Agregado (las ganancias económicas), con un sistema de compensación variable, y así incentivar a los gerentes y empleados a trabajar diariamente para incrementar el valor de la empresa.

Una vez establecida esta ventaja competitiva, se podrían lograr niveles de crecimiento y ganancias que garanticen un retorno interesante para el accionista. Se determinan tres maneras para conseguir esos retornos:

- 1) Aumentar las ganancias sin agregar capacidad adicional, a través de ingresos más altos o de mayor eficiencia.
- 2) Invertir en proyectos interesantes que rindan más que el costo de capital. (TIR mayor que WACC)

- 3) Optimizar el costo de capital con la estructura ideal de financiamiento y la reducción del capital usado en la empresa. (D/A, Wd y Ws maximizan Po)

Lamentablemente en el Ecuador, la actividad empresarial se estigma por la estructura familiar o de amistad que posee la propiedad en su mayoría, situación que determina pugnas por el hecho de que el desempeño de los negocios se interponía a las relaciones familiares.

En estos casos la teoría de la agencia busca la implementación de protocolos familiares, que tienen que ver con la serie de acuerdos, pactos, compromisos, consensos desarrollados entre la familia y la empresa familiar, que hacen posible la creación de un código de conducta, el mismo que regula la relación de sus miembros, tratando de garantizar de esta manera los principios básicos de gobernabilidad, armonía y continuidad de la empresa.

En este sentido, la elaboración de un protocolo familiar deberá contar con el apoyo de un asesor, de un facilitador externo, de ser posible ajeno a la compañía, que permita reconocer los valores familiares que se traspasarán a la empresa, al par de canalizar con objetividad los comentarios y deseos de todos los miembros de la familia. Una vez se redacte esto como contrato, poseerá la fuerza legal para obligar a las partes y también a terceros.

iv. Las relaciones internas para el control corporativo

Existen dos tipos básicos de mecanismos de control de la discrecionalidad directiva: los mecanismos externos y los mecanismos internos. Los mecanismos de control externos pueden jugar un importante papel en la alineación de los intereses de los directivos y accionistas, sobre todo cuando los mecanismos internos son inadecuados.

Estos mecanismos externos, cuyo objetivo es limitar la capacidad de los directivos para mantener comportamientos oportunistas, se derivan del funcionamiento de los distintos mercados competitivos de una economía de mercado. Estos son:

- (a) el mercado de capital humano, en el cual los directivos son contratados y cuyo precio depende del prestigio alcanzado por los mismos.

(b) el mercado de capitales, donde se fija el precio de las acciones de las empresas de modo que se descuentan las posibles consecuencias de las actuaciones negligentes de los directivos.

(c) el mercado de bienes y servicios que, aunque lento, es un mecanismo que impide la supervivencia de empresas que no ofrecen a sus clientes los productos deseados.

(d) el sistema legal y político, que tiene la virtud de precisar y estabilizar algunos aspectos de la conducta de los directivos.

El mercado de capital humano o de control empresarial entra en juego cuando los intereses directivos intentan beneficiarse de alguna manera de la relación contractual, de manera que la existencia de equipos directivos dispuestos a competir por el control de recursos empresariales gestionados de forma ineficiente, permite expulsar a los directivos que mantengan políticas óptimas de inversión e incentiva a éstos a mantener el criterio de optimización en la toma de decisiones. Se trata de un mercado que protege al accionista, que surge cuando otros mecanismos de control empresarial son lentos o han desaparecido, y que ofrece una supervisión gratuita en su actuación.

Una alta posición de un directivo en una gran empresa hace que éste consiga más poder, prestigio, dinero y satisfacción que esa alta posición en una empresa pequeña, por lo que se espera una competencia entre los directivos para conseguir una buena posición en las grandes empresas.

Por su parte, el mercado de capitales valora las decisiones de las empresas que cotizan en bolsa y, por tanto, es un instrumento de control de la actuación de los directivos que, a medida que los mercados son más eficientes, se vuelve más eficaz. Algunos autores plantean que el control societario disciplina la actuación de los directivos en beneficio de su valor y sus accionistas. Los mismos señalan que unos directivos que no busquen la maximización de los rendimientos para los accionistas verán ese hecho reflejado, lógicamente, en una reducción del precio de las acciones de la empresa; si como consecuencia de ello el valor de mercado de la empresa cae en relación con el valor descontado de los rendimientos de su capital económico, resultará tentador para terceros ajenos a la empresa comprar acciones, tomar su control y corregir su gestión para que se eleve el valor de las acciones.

Sin embargo, la eficacia de este mecanismo de gobierno de empresas no está libre de ciertos inconvenientes: (a) las tomas de control son tan costosas que solamente se recomiendan para controlar empresas con grandes fracasos en la actuación de los directivos, (b) las adquisiciones pueden incrementar los costos de agencia si los directivos oferentes sobre pagan por las adquisiciones que les otorgan beneficios privados de control, (c) las tomas de control requieren un mercado de capitales líquido, y (d) las adquisiciones hostiles son mecanismos extremadamente vulnerables, ya que se oponen a las relaciones entre directivos.

Haciendo referencia al mercado de bienes y servicios, cuando la empresa actúa en un entorno competitivo, las fuerzas de la competencia en los mercados presionan para que el objetivo de la empresa sea maximizar su valor; si algún factor como el directivo, obtiene una remuneración superior a su aportación, puede hacer que ello afecte a la propia supervivencia de la empresa.

Por último, señalar la relevancia del sistema legal y político como elemento explicativo de la configuración y grado de eficacia del sistema financiero de un país, es decir se habla de las normas legales que protegen los derechos económicos, de información, de representación y voto de los propietarios.

Con respecto a los mecanismos de control internos, muchas organizaciones funcionan través de una jerarquía o una cadena de gobierno, la cual identifica a aquellos grupos que tienen una influencia legítima sobre los propósitos de la organización.

Por un lado, de menor a mayor nivel de autoridad, se encuentra en la base el núcleo operativo constituido por aquellas personas que llevan a cabo las tareas básicas de la empresa, es decir, los operarios, que realizan el trabajo fundamental de la organización, tareas de input, proceso, output y apoyo directo relacionadas con la producción de servicios o productos.

Justo encima del núcleo operativo se encuentra el componente administrativo formado por: (a) el punto estratégico, desde donde se supervisa todo el sistema y donde se localizan el presidente ejecutivo, los consejeros delegados, el comité ejecutivo o el staff del presidente, y (b) la línea media, que une el punto estratégico con el núcleo operativo y donde nos encontramos a los directivos de división, de departamento y los restantes mandos de producción y ventas no pertenecientes al nivel operativo.

Dentro de este componente administrativo, pero fuera de la línea jerárquica de autoridad, existen otras dos partes fundamentales de la organización:

(a) La estructura técnica, que figura a la izquierda de la línea media, formada por analistas, especialistas o expertos en las distintas funciones de la dirección y de la explotación económica de la empresa.

(b) El staff de apoyo, a la derecha de la línea media, que proporciona soporte a la organización desde fuera de la corriente de trabajo operativo, es decir, sin intervenir en la actividad principal, cafetería, mensajería, asesoría jurídica, etc.

Las relaciones entre la propiedad y el consejo de administración han sido estudiadas como mecanismos de control interno asumiendo una independencia entre los mismos, sin embargo, se ha querido recoger las relaciones existentes entre ellas.

En este sentido, se considera que las empresas diseñan el conjunto de mecanismos de control que van a ser utilizados para alinear los intereses de la dirección con los de los propietarios de la empresa, buscando que los problemas de agencia que surgen con unos mecanismos puedan ser sustituidos o complementados por la utilización de otros.

En esta línea, se recoge la existencia de relaciones entre los factores dentro de un mismo mecanismo de control, como es el caso del consejo de administración.

En primer lugar, se considera que la composición del consejo influye sobre las características del mismo, ya que si el número de consejeros externos aumenta, las características del consejo serán más transparentes debido a que los externos pueden mostrar mayor objetividad en sus deliberaciones. En segundo lugar, las características del consejo afectan a su estructura, ya que es probable que consejeros con diferente experiencia, formación e intereses sirvan en comisiones que reflejan y se benefician de estas características. Y por último, la estructura define los procesos de actuación internos.

También se ha analizado las interrelaciones que se producen entre la propiedad y el consejo de administración, considerando un efecto sustitución entre los mismos como mecanismos de control interno, es decir un alto control por parte de la propiedad implica un menor potencial de control por parte del consejo.

v. La responsabilidad sobre las decisiones de gestión financiera

La primera responsabilidad del equipo de administración de una organización, en cuanto a gestión financiera se refiere, es en términos generales garantizar, que ésta satisfaga los deseos y propósitos de los propietarios. En el sector privado, esto supondría que la junta directiva trabajara en interés de los accionistas, mientras que en el sector público el cuerpo directivo sería responsable ante el brazo político del gobierno (ROE social).

Profundizando un poco más en la figura e importancia de la dirección financiera en las organizaciones, se coincide en destacar que, a pesar de no poderse señalar con precisión el comienzo de una reflexión acerca de cómo funcionan las organizaciones y cómo deberían ser estructuradas y dirigidas, sí existe coincidencia en que, cuando las organizaciones alcanzan un cierto tamaño y aumenta la complejidad de sus operaciones, necesitan ser dirigidas, y esta dirección requiere de todo un aparato de personas clasificadas en diversos niveles jerárquicos que se ocupan de asuntos diferentes.

En este sentido, la dirección es entendida como el conjunto de actividades que es necesario desarrollar en el seno de una organización para asegurar el logro de sus objetivos financieros, posibilitando la contribución a los mismos de todos sus integrantes. Sin dirección financiera, las organizaciones jamás tendrían condiciones para existir y crecer. En este sentido se considera que la clave de la competitividad de las organizaciones está en la calidad de su dirección; así mismo, se estima que tanto si se opera sobre la base de técnicas tradicionales como de nuevas, todas las actividades tienen en común la necesidad de ser dirigidas. Por ello, la presencia de buenos funcionarios, la competencia gerencial, es la clave de una organización.

Centrándonos en la dirección financiera, la misma realiza muchas actividades que tienen que ver con el diseño de objetivos y estrategias, la detección de oportunidades y amenazas, etc. En este sentido, el estudio del papel de la dirección financiera ha sido evaluado desde múltiples perspectivas.

Así, se han analizado, entre otros aspectos, la relación entre sus características y el tipo de liderazgo, la estructura organizativa, la estrategia de diversificación y, sobre todo el rendimiento de la empresa.

De manera reciente, comienza a crecer el interés de los investigadores por el papel que juega el director financiero en el gobierno corporativo, y en concreto en el sistema de control interno, debido a la influencia que puede tener dicha figura en la eficacia. Ante esta situación, las compensaciones directivas son un aspecto de singular importancia en el estudio de los mecanismos de control que se instrumentan. En este sentido, los sistemas de incentivos se pueden formalizar asignando a los funcionarios de la unidad financiera la propiedad de acciones o de opciones sobre acciones.

El efecto que ejerce la propiedad directiva dentro de la estructura de propiedad de la empresa puede contribuir a la reducción del conflicto de intereses donde, a medida que disminuye la cuota de participación de la dirección financiera o general en la propiedad de la empresa, ésta siente un menor estímulo para esforzarse en actividades creativas tales como la búsqueda de proyectos de inversión atractivos o la incorporación de nuevas tecnologías de producción.

Por otro lado, entre las compensaciones directivas que también se utilizan se encuentran aquellos contratos en los que la remuneración del agente depende del resultado de la empresa o utilidades contables.

El control sobre la dirección debe guiarse en el sentido de que los directivos reciban ciertas gratificaciones como consecuencia de su actuación, por su empeño, de riesgos o consecución del éxito.

Este método de retribución variable a los directivos permite, entre otros efectos, premiar su esfuerzo. Otros incentivos para el directivo serían las ya conocidas ventajas como el poder, el prestigio y la visibilidad pública, pero en primer lugar, a no ser que las recompensas de carácter no monetario sean función del valor de la empresa, no serán más eficaces que la retribución en efectivo para contribuir al desarrollo del objetivo accionarial.

Como las ventajas no monetarias tienden a ser una función de la posición o rango, es difícil modificarlas de un periodo a otro en función de los resultados logrados; y finalmente, como ventajas y desventajas este tipo de recompensas suelen motivar a los directivos a tomar medidas que reducen la productividad y perjudican a los accionistas, tendiendo a absorber empresas y expandir su imperio aunque las absorciones reduzcan el patrimonio del accionista.

vi. La visión del Principal en el control corporativo

El costo de las acciones de la empresa o su rentabilidad exigida, es la rentabilidad que los accionistas esperan obtener para sentirse remunerados suficientemente, he aquí el fundamento de su visión sobre su inclusión en el control corporativo.

La rentabilidad exigida a las acciones depende del tipo de interés que expresa una tasa de los bonos del estado norteamericano Risk Free y del riesgo de la empresa, expresada como una prima de riesgo. Analizando estas dos variables, el accionista o directivo lógicamente exigiría más rentabilidad a una inversión en acciones de una empresa con mucho riesgo que a una inversión en acciones de otra empresa de menor riesgo.

K_e (costo de las acciones) = Rentabilidad exigida a las acciones

K_e = rentabilidad de los bonos del estado + Prima de riesgo de la empresa

Si en lugar de invertir en acciones de una sola empresa, invertimos en acciones de todas las empresas (cartera diversificada), entonces exigiremos una rentabilidad que es la siguiente:

$$K_e = RF + \beta L$$

Donde:

K_e = rentabilidad exigida a las acciones o al recurso de la empresa; R_F = Tasa de interés sin riesgo; β_L = Beta de los recursos propios de la empresa apalancada; y PM = Prima de mercado.

Las expresiones anteriores presuponen que, el valor de la empresa se estima apalancado:

$$VL = E + D$$

Donde:

E = Recurso Propio

D = Deuda

Una empresa crea valor para los accionistas cuando la rentabilidad para las accionistas supera al costo de las acciones o rentabilidad exigida, es decir una empresa crea valor en un año cuando se comporta mejor que las expectativas. La cuantificación de la creación de valor para los accionistas se realiza del siguiente modo:

$$\text{Creación de valor para los accionistas} = \text{Capitalización} \times (\text{Rentabilidad accionistas} - K_e)$$

La rentabilidad para los accionistas es igual al aumento de valor dividido por la capitalización, de tal manera que la creación de valor puede calcularse del siguiente modo:

$$\text{Creación valor para accionistas} = \text{Aumento de valor para accionistas} - (\text{Capitalización} \times K_e)$$

Tal creación de valor para el accionista se genera, a partir de un aumento de la capitalización, que luego de deducir pagos de los accionistas y conversiones y adicionando dividendos y reducciones, que se constituye en un aumento de valor para los accionistas, cuya derivación final es la creación de valor para los accionistas.

Por consiguiente, la creación de valor es el aumento del valor para los accionistas por encima de las expectativas, que se reflejan en la rentabilidad exigida por los accionistas.

En este sentido, la traducción de ROE es rentabilidad de las acciones, sin embargo no es cierto que el ROE, que se calcula dividiendo el beneficio del año entre el valor contable de las acciones, sea la rentabilidad para los accionistas.

vii. La visión del Agente en el control corporativo

Como comentamos en párrafos anteriores, los problemas de agencia surgen cuando hay un conflicto de intereses entre el principal y su agente.

Si aquél tuviese un conocimiento exacto de las acciones de éste, o el contrato que les liga fuese tan perfecto que los intereses de ambas partes resultaran coincidentes (por ejemplo, si los intereses del agente se consiguieran plenamente al mismo tiempo que logra satisfacer totalmente los intereses del principal) no existirían problemas de agencia. Pero como nuestro mundo es imperfecto y la información no fluye igual para ambas partes, sino que es asimétrica, debemos buscar aquellos contratos financieros que minimicen los problemas de agencia.

Estos conflictos también pueden surgir entre partes que a priori no parecen tener una relación agente principal y, sin embargo, sí se pueden observar como tales. Un clásico ejemplo es la relación accionistas obligacionistas que se define como agente principal porque los segundos tienen interés en que las decisiones empresariales que los primeros (o sus agentes) tomen sobre la forma de invertir el dinero prestado proporcione buenos resultados y no lleve a la empresa a la quiebra, porque los prestamistas no podrían recuperar su dinero ni los intereses de su préstamo.

Concretando, las decisiones concernientes a la utilización de los activos dependen de los accionistas, mientras que la riqueza de los obligacionistas es función de los resultados de dichas decisiones.

Una gran cantidad de las decisiones que implican conflictos de intereses en un contexto principal agente se modela a través de los denominados derechos contingentes sobre la empresa.

Por ejemplo, las acciones ordinarias pueden ser contempladas como una opción de compra sobre los activos de la compañía, de tal manera que sólo les interesará a los accionistas adquirirlos si su valor supera al de la deuda; en caso contrario, los acreedores se los quedarán. Así, muchas de las características concernientes a las opciones pueden aplicarse a los conflictos de intereses que surgen en las relaciones de agencia.

La visión de la empresa como un abanico de derechos contingentes y de relaciones principal - agente que implique el control de la toma de decisiones sobre todos, o una parte, de los activos empresariales representa un cambio importante en la forma de analizar las empresas.

Salvo en el caso de las empresas muy pequeñas lo normal es que los propietarios de una compañía encarguen a un directivo, o equipo de directivos, la gestión de la empresa ante la imposibilidad de ser dirigida por sus propietarios. En pura teoría, los directivos trabajan para los propietarios y si aquéllos no actúan en sintonía con los intereses de éstos corren el riesgo de ser despedidos.

Pero en la práctica esto no es exactamente así, puesto que los directivos tienen un considerable control sobre la empresa y sus activos; por lo que en ocasiones, han sido acusados de utilizar los activos de la empresa en su favor y en contra de los intereses de los verdaderos propietarios de la compañía.

Concretando, la propiedad y el control de una empresa moderna y de sus activos están separados casi por completo. Por ello, los directivos de compañías, cuyo capital social está repartido entre muchos accionistas, pueden ser contemplados como agentes de éstos últimos lo que evidentemente conlleva unos costos de agencia cuando los intereses de ambas partes no coinciden.

La teoría financiera sostiene que el objetivo de los accionistas es la maximización del valor actual de sus inversiones. En un mercado de capitales perfecto los directivos, con objeto de perseguir el objetivo mencionado, tomarán aquellos cursos de acción que proporcionan los mayores valores actuales netos positivos posibles; además si todas las partes reciben la misma información de forma gratuita no existirá asimetría en la información.

Los directivos que tomen buenas decisiones serán premiados y los que se equivoquen serán penalizados, puesto que sus decisiones serán inmediatamente conocidas por los accionistas.

Pero el mundo en el que vivimos es imperfecto y en él existe la asimetría en la información lo que permite que los directivos puedan perseguir objetivos diferentes a los que quisieran sus empleadores.

Los directivos pueden favorecer el crecimiento del tamaño de la empresa, incluso a expensas de la riqueza de los accionistas, por una serie de motivos. Los directivos parecen valorar el salario, el poder, el estatus, todo lo cual va unido al tamaño empresarial.

Este último proporciona a los directivos: a) una buena seguridad en el empleo por la dificultad de que se produzca una toma de control hostil y b) una gran capacidad de generar autofinanciación. Ambos aspectos distancian a la empresa del ojo vigilante del mercado y aumentan la seguridad de los directivos. Además, un crecimiento rápido del tamaño de la compañía favorece el ascenso de los directivos de los niveles inferiores.

Evidentemente hay otros objetivos como cuentas de gastos para viajes y entretenimiento, aumentar el tamaño de los asesores, fondos para inversiones discrecionales, y minimizar el riesgo personal asociado con las decisiones de las que son responsables.

Ya hemos señalado que el principal objetivo de los directivos debería ser maximizar el valor de la empresa. Es decir, que aquéllos deberían evaluar el impacto que cada posible curso de acción ejerce sobre el valor de la compañía y elegir los que sean compatibles con el objetivo antedicho. Las finanzas corporativas suministran las herramientas necesarias para valorar dicho impacto.

Ahora bien, existe una importante restricción a tener en cuenta a la hora de maximizar el valor de la empresa, restricción que tiene que ver con la realización de un comportamiento ético y legal.

En ocasiones, los directivos buscando satisfacer tanto el objetivo de los propietarios como el suyo propio, se comportan de forma poco ética o incluso claramente ilegal.

Ejemplos como la fijación de precios, la utilización de la información privilegiada, las manipulaciones del mercado (o la maquinación para alterar el precio de los activos), etc., están a la orden del día.

Ni que decir tiene que tales comportamientos deben desecharse aunque fuesen realizados en orden a beneficiar a los accionistas o propietarios de la empresa.

Cuando los directivos actúan persiguiendo su propio interés en detrimento del de los accionistas también están realizando un acto inmoral que debe ser claramente rechazado.

viii. Conclusión

Berle y Means (1932) consideran que mientras que los directivos quedan conceptuados como personas que van en busca de poder, prestigio y dinero, y por ello tratan de imponer a la empresa unos objetivos más acordes con los suyos propios y consistentes con sus propias motivaciones, los accionistas están interesados sólo en los beneficios.

Para tratar de minimizar los costos de empresa como consecuencia de la delegación de la toma de decisiones en los directivos profesionales, aparece un conjunto de líneas de investigación que se agrupan en torno al concepto de gobierno corporativo o gobierno de la empresa, entendido como el sistema a través del cual los negocios corporativos son dirigidos y controlados, donde se especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes en la corporación y se establecen las reglas y procedimientos para la toma de decisiones; o, más concretamente, integración de controles externos e internos que armonicen el conflicto de intereses entre accionistas y directivos resultante de la separación entre la propiedad y el control.

Los conceptos que están detrás de la teoría de las agencias son centrales para la administración estratégica.

La capacidad de entender la existencia y los límites de la empresa ayuda a tomar decisiones tales como cuándo abrirla y cuándo realizar ajustes a su límite y ámbito de acción.

Así, cuando un empresario decide establecer una empresa lo hace, porque estima que la producción interna de un bien o servicio puede ser más eficiente (principalmente en términos de costos) que la obtención de este bien o servicio a través del mercado.

En conclusión, el interés de los accionistas proporciona una guía de actuación que necesariamente habrá de desarrollarse respetando las exigencias impuestas por el derecho, cumpliendo de buena fe las obligaciones contractuales explícitas e implícitas concertadas con otros interesados (trabajadores, proveedores, acreedores, clientes, etc.) y, en general, observando aquellos deberes éticos que razonablemente sean apropiados para la responsable conducción de los negocios.

CAPITULO II

ANALISIS DE LA CALIDAD Y VERACIDAD DE LA INFORMACION PRINCIPAL AGENTE

i. Introducción

A pesar de las aparentes diferencias que existen entre los diversos enfoques que analizan los determinantes de los límites de la empresa, de la revisión de la literatura se concluye que se están produciendo importantes puntos de encuentros y complementariedades entre ellos, por ejemplo, en la importancia de ver a la empresa como un conjunto de actividades más que como un conjunto de activos individuales y en la importancia de la coordinación de los incentivos en la determinación de sus límites.

Este cambio de visión, desde los activos hacia las actividades, probablemente tiene mucho que ver con la naturaleza cambiante de la propia empresa. Muchas de las empresas altamente intensivas en activos físicos, con límites y estructuras organizacionales muy claras, y con un alto control sobre empleados que generalmente desarrollaban tareas estandarizadas, que emergieron con fuerza a comienzos del siglo pasado, han dado lugar a empresas con límites no muy claros, donde el capital humano, los procedimientos y el conocimiento han pasado a ser activos fundamentales, y donde las tareas de los trabajadores y la estructura organizacional ya no están, en muchos casos, claramente delimitadas.

La “asimetría de la información” se refiere al hecho de que uno de los contratantes puede estar mejor informado que su contraparte. Es imposible lograr una condición donde las masas se encuentren uniformemente informadas sobre todo tema relevante. En este sentido, es de suponer que aquellos mejor informados tomarán mejores decisiones y en detrimento de los menos informados, quienes con toda probabilidad sufrirán pérdidas.

Ahora bien, la información uniforme y simétrica tampoco es garantía de éxito.

ii. Las fuentes de información general y recurrente: análisis del horizonte

Los directivos conocen al detalle la su empresa, no en vano ellos son los responsables de su gestión, por lo que están en posesión de una información de la que carecen los accionistas. Éstos, con objeto de reducir dicha asimetría informativa, deben interpretar toda la información que la empresa hace pública (la alteración de la política de dividendos, el anuncio de nuevos productos, o la emisión de activos financieros) con objeto de extraer el contenido informativo que conllevan las diversas actuaciones de la empresa. Esto es, en un mercado eficiente, los participantes reaccionan a las señales informativas contenidas en esos actos a través de compras o ventas de activos financieros, lo que provoca alteraciones en sus precios, que es el mecanismo por el que el contenido informativo de las señales se refleja en los precios de las acciones de la empresa.

Por ejemplo, un aumento del dividendo a repartir puede indicar que la marcha de la empresa es mejor de la estimada; o el anuncio de una ampliación de capital puede indicar, en determinados casos, la dificultad de financiarse a través del endeudamiento o, en otros, que las acciones están sobrevaloradas (lo mismo que si en una operación de adquisición se propone comprar las acciones de la empresa objetivo con acciones ordinarias de la adquirente).

En todo caso, hay que estar alerta contra las falsas señales como, por ejemplo, que una aumento de dividendos se consiga a cambio de renunciar a financiar proyectos con VAN positivos y que el accionista desconozca esta información (la cotización de la empresa podría, incluso, mejorar en Bolsa porque los inversores desconocen el coste de oportunidad de esos dividendos adicionales).

iii. La contribución de la información al proceso de decisión

Imaginemos una situación donde dos agentes tienen exactamente la misma información simétrica en este caso, siendo ésta fidedigna y exacta. Una empresa en el trimestre primero arroja 12 % de incremento en sus ganancias y, como reacción a esta noticia, el título valor sube en el mercado.

En el trimestre segundo la empresa vuelve a reportar 12% de incremento sobre sus ganancias pero ahora la empresa experimenta una baja. Aquí simplemente las expectativas hicieron daño. Seguramente se esperaba un aumento del 20% en vez de 12%. Reacciones opuesta frente a la misma pieza de información, uniforme y simétrica.

El fenómeno bursátil puede agravarse en la medida en que a una pieza de información clara, unas personas le dan una interpretación, mientras otro grupo puede darle otro sentido bastante diferente. Por ejemplo: sale una noticia que los inventarios de una empresa están aumentando.

Para una buena parte del público, esa noticia es buena pues están convencidos que para soportar una mayor demanda, están acumulando bienes para la venta. Para la otra buena parte del público, esa noticia es fatal, pues piensa que no están vendiendo lo suficiente y de allí la acumulación de inventario. ¿Quién tiene la razón? La posible respuesta correcta es que ni los unos ni los otros tienen la razón.

Simplemente detrás de toda aparente “buena fuente”, se oculta la ambigüedad, que nadie sino unos pocos expertos lograr descifrar.

Para la adecuada interpretación de los datos del mercado, se necesita mucho más de lo que la industria de la información suele ofrecer. Entre muchos otros mecanismos se puedo citar, que si en lo particular se tuviese información clave sobre algún aspecto del mercado, lo primero que se haría es no decirlo a nadie (asimétrico en este caso) e intentar tomar ventaja para uno mismo, pues por qué se debe regalar lo que es oro a unos perfectos desconocidos.

iv. Las distorsiones transaccionales de la asimetría de la información

La información asimétrica en los contratos financieros puede adoptar tres formas: la selección adversa, el riesgo moral y los costos de seguimiento.

La selección adversa, surge cuando el prestamista no es capaz de distinguir entre proyectos con diferentes niveles de riesgo en el instante de conceder el préstamo.

En el contexto de un contrato de préstamo, y a igualdad de valor esperado, el prestamista o acreedor preferirá los proyectos más seguros y el prestatario o deudor los más arriesgados.

En este escenario, los prestatarios-agentes que disponen de proyectos arriesgados intentarán ocultar el verdadero riesgo del proyecto con objeto de aprovecharse de la relativa desinformación del prestamista-principal.

El resultado será que los acreedores, al no disponer de información fiable sobre cada uno de los proyectos que se les pide que financien, exigirán un tipo de interés representativo del riesgo medio de dichos proyectos, lo que provocará que aquellos prestatarios que poseen proyectos de bajo riesgo renuncien a realizarlos porque su financiación será demasiado cara y, por el contrario, los que posean proyectos con un riesgo superior a la media estarán encantados de poder financiarlos a un costo inferior al que debieran haberlo hecho.

El riesgo moral, consiste en la habilidad del agente para emplear el dinero prestado en un proyecto distinto al acordado con el principal, gracias a que éste último tiene una información incompleta y su sistema de control es imperfecto.

Así, entre dos proyectos que tengan el mismo rendimiento esperado, aquél que tenga una mayor probabilidad de éxito será el más castigado porque reduce el valor de la responsabilidad limitada del agente.

Este riesgo se produce cuando una persona cambia su conducta al enterarse de que dispone de un tipo de seguro.

Un ejemplo de riesgo moral se produce cuando los inversores internacionales colocan su dinero en países de alto riesgo con la esperanza de lograr un rendimiento muy alto aunque muy incierto, pero sabiendo que si la situación se vuelve insostenible es muy probable que el Fondo Monetario Internacional preste a ese país el dinero necesario para hacer frente a sus deudas (ellos no invertirían en esos países si supieran que el FMI no iba a actuar como prestamista de último recurso).

Los costos de seguimiento se derivan de una acción oculta por parte del agente, que se aprovecha de su superioridad informativa, para declarar beneficios inferiores a los reales lo que, según él, le impide hacer frente al servicio de su deuda.

Cuando esto ocurra el principal deberá realizar un seguimiento de las acciones del agente o deudor (una auditoría, por ejemplo) con objeto de comprobar la veracidad de su afirmación.

Este seguimiento implica un costo adicional, que es incorporado en el tipo de interés del préstamo lo que contrarresta la supuesta ventaja informativa del agente, y no sólo eso sino que tanto el deudor deshonesto como el honesto (el que anuncia siempre su verdadero beneficio) soportan la traslación del costo de seguimiento.

Como el principal considera ventajoso el seguimiento, el agente tiende a optar por la honestidad, por ello se dice que el seguimiento tiende a alinear los incentivos de ambas partes.

v. El índice de gestión financiera sistémica y de mercado, modelo

La perspectiva de los índices de gestión financiera incorpora la visión de los accionistas y mide la creación de valor para nuestro caso de estudio, en este sentido se debe contestar la siguiente pregunta:

¿Qué indicadores deben plantearse e ir bien para que los esfuerzos de la empresa realmente se transformen en valor? Esta perspectiva valora uno de los objetivos más relevantes de organizaciones con ánimo de lucro, que es precisamente para crear valor para la sociedad.

Los seres humanos responden a incentivos. Los incentivos son diferentes y también los resultados finales.

Este trabajo de tesis trata de acercarse eso, se quiere encontrar los determinantes del valor de la firma considerando un mundo con información incompleta y asimétrica, en función de la relación principal agente

Se toma un estimador de la Q de Tobin, que es la relación valor de mercado a valor en libros de las acciones de una empresa, como una medida de que tan rentable es invertir en las acciones de dicha empresa. Si $Q > 1$ la firma es rentable, de lo contrario no lo es.

La pregunta que se intenta resolver es la siguiente:

¿Cuáles son los determinantes, dentro de la estructura de propiedad de una firma, que inciden sobre la Q de Tobin, en presencia de información asimétrica e incompleta en los mercados financieros y que tan consistentes son estas variables en ambientes altamente volátiles?

James Tobin en 1969 introdujo el concepto de la Q que es una relación entre el valor de mercado de una firma y el costo de reposición de los activos de una firma. El valor de mercado de una firma corresponde al valor presente de los beneficios económicos esperados (market value added) más la inversión inicial en activos. Los costos de reposición hacen referencia al costo de vender los activos de la empresa en el mercado.

Tobin buscaba una relación causal entre la Q y la inversión, incorporando las expectativas que los inversionistas tienen acerca de la productividad marginal futura de los factores de producción, si la Q marginal es mayor que uno, existen incentivos para invertir ya que los beneficios esperados del proyecto son mayores que su costo, si Q marginal menor que 1 no es oportuno invertir.

En este trabajo se hace referencia a un estimador de la Q marginal de Tobin, que es la relación entre el valor de mercado de las acciones de una firma sobre su valor en libros (Q media). Esta relación sólo hace referencia al patrimonio y supone rendimientos constantes a escala. Se puede esperar que en mercados de rápido crecimiento tecnológico esta relación subestime a la verdadera Q de Tobin y en otros sectores de bajo crecimiento la sobreestime.

Damodaran estima la relación valor de mercado-valor en libros para firmas estables y de alto crecimiento:

En firmas estables dicha relación es:

$$Q = \frac{P_0}{BV_0} = \frac{ROE * \text{ratio_de_dividendos} * (1 + g_n)}{r - g_n}$$

Siempre que,

$$r > g_n$$

ROE es el retorno sobre el patrimonio, r es el costo del patrimonio y g es la tasa de n crecimiento esperada de los dividendos. Para las firmas de alto crecimiento el desarrollo es similar y las variables claves en la relación son las mismas. Finalmente se llega a que la relación valor de mercado-valor en libros expresa que tan rentable es el patrimonio comparado con su costo, si la relación es mayor a 1 la rentabilidad supera al costo.

Otra variable que tiene en cuenta los inversionistas para evaluar la rentabilidad de una firma es el flujo de caja libre que se define como el flujo de efectivo que una firma genera en el ejercicio de sus operaciones y que se reparte entre los accionistas y los acreedores financieros.

Esta estimación de la Q no tiene en cuenta todavía variables que capturen los problemas de información asimétrica al interior de la estructura de capital de las firmas.

A continuación se describen las variables y la metodología empleada en los más recientes y significativos trabajos empíricos que se han realizado hasta el momento y los resultados logrados. En general, las variables de dependientes en estos trabajos hacen referencia a la relación contractual entre accionistas internos y accionistas externos:

- 1) Agrawal y Knoeber (1996) con una muestra de 383 grandes firmas norteamericanas (Forbes 1987, corte transversal), emplearon la metodología de mínimos cuadrados ordinarios (OLS) y mínimos cuadrados en dos etapas (2SLS).

Variable de desempeño: Q de Tobin

$$\left(\frac{\text{Valor_de_mercado_de_acciones} + \text{deuda}}{\text{Valor_libros_activos}} \right)$$

Variables dependientes:

% de acciones en poder de insiders (directores y administradores).

Porcentaje de acciones en poder de blockholders (con más del 5% de acciones)

Porcentaje de acciones en poder de inversionistas institucionales.

Años de empleo del CEO.

Porcentaje de deuda sobre activos.

VARIABLES INDEPENDIENTES:

Valor en libros de activos.

Desviación estándar del precio de la acción

Dummy para firmas reguladas

Número de administradores y directores

Porcentaje de R y D sobre activos (contrato accionistas internos –deuda)

Retorno del flujo de caja

Número de oportunidades externas para los CEO

Resultados:

a) OLS sobre la Q: La Q decrece con el porcentaje de acciones en poder de los blockholders y se incrementa con el porcentaje de acciones en poder de inversionistas institucionales. Aumenta con el retorno del flujo de caja.

b) 2SLS sobre la Q: La Q decrece significativamente con la fracción de no administradores en la junta directiva.

c) 2SLS sin la Q: El porcentaje de acciones en poder de los inversionistas institucionales decrece significativamente con el porcentaje en poder de blockholders y viceversa. El apalancamiento financiero se incrementa sustancialmente con el porcentaje de acciones en poder de insiders y blockholders pero no viceversa. R y D no tiene efecto sobre la Q.

2) Chen, Hexter y Hu (1993) con una muestra de la Fortune 500 en 1976,1980 y 1984 y usando regresión lineal por partes encontraron que la Q crece ante aumentos en la concentración accionaria de los administradores en el rango (0%,7%) y decrece en el rango (7%,12%) Para la muestra del 76 sigue decreciendo en el rango (12%,100%), pero para las muestras del 80 y del 84 la Q vuelve a crecer en este rango.

3) Cho (1998) con una muestra de 326 de la Fortune 500 de 1991 toma como variables independientes la concentración accionaria en poder de insiders por rangos, porcentaje de deuda sobre activos, flujo de caja sobre costo de reposición de activos, gastos en R y D, volatilidad del ROA y costo de reposición de activos. Emplea OLS, regresión lineal por partes (corte transversal) y 2SLS y 3SLS.

La variable de desempeño es la Q (valor de mercado sobre costo de reposición de activos) y arma tres regresiones con propiedad de insiders, CAPEX (inversión en activos de capital) y ROA como variables dependientes.

Resultados:

Empleando OLS por separado encuentra que la Q y el CAPEX crecen con la proporción de acciones de insiders en el rango (0%,7%) y decrece en (7%,38%)

Con 2SLS y 3SLS se da cuenta que la propiedad de los insiders crece significativamente con la Q pero no viceversa. El CAPEX crece significativamente con el ROA y viceversa.

Las variables que se emplean en este documento para recoger los efectos de las relaciones contractuales entre accionistas internos y accionistas externos sobre la rentabilidad de una firma son:

- Índice de concentración de acciones en poder de accionistas internos
- Índice de concentración accionaria de inversionistas institucionales (INSOWN).
- Venta neta de acciones de los accionistas internos (INSTRADE)
- Beta de la industria.

Las variables que se emplean en este documento para recoger los efectos de las relaciones contractuales entre accionistas internos y acreedores financieros sobre la rentabilidad de una firma son:

- D/E: Relación deuda a patrimonio.
- Porcentaje de activos intangibles.

Por otro lado, cabe anotar que los trabajos anteriores se han basado en muestras provenientes del Fortune 500, Forbes y del NYSE (la base de datos más reciente es de 1991) que no son muestras representativas ni a firmas de bajo riesgo ni a firmas de alto riesgo, por lo tanto los resultados no son directamente comparables con los de este documento.

Con respecto a la relación contractual entre agente y principal se puede mencionar que el problema de información asimétrica al interior del patrimonio de una firma se origina en el conflicto de intereses entre los administradores y propietarios o accionistas. Esta divergencia entre los objetivos del administrador y los propietarios fue notada primero por Berle y Means (1932). Jensen y Meckling (1976) fueron los primeros en desarrollar este concepto matemáticamente.

Para no ver disminuida (tanto) su utilidad el administrador puede acceder a presentar informes periódicos de desempeño a la junta directiva y otro tipo de limitaciones contractuales.

Por otra parte los accionistas pueden llevar a cabo actividades de monitoreo (M) como auditorías, establecimiento de covenants, etc lo cual favorecería a que las acciones de la firma no pierdan mucho valor. Incrementos en monitoreo y actividades de amarre producen un decremento en el consumo de bienes no pecuniarios (F) por parte del administrador generando un aumento en el valor de la firma hasta cierto nivel, dado que hay rendimientos decrecientes a escala del monitoreo y que el nivel de monitoreo ejercido se refleja en el precio de la firma.

Según el análisis expuesto anteriormente se puede pensar que es mejor concentrar la participación accionaria en poder del administrador y unos cuantos inversionistas que ejerzan actividades de monitoreo. Demsetz y Lehn (1985) en un estudio realizado para 500 grandes empresas estadounidenses encontraron una relación estadísticamente significativa entre la concentración de acciones por parte de accionistas internos y el riesgo no sistémico o no diversificable de la firma. Demsetz señala que las firmas más inestables tienen una mayor demanda por monitoreo y también una mayor oferta de inversionistas dispuestos a lucrarse vía información interna de la empresa, a través de transacciones con acciones (INSIDER TRADING) que les permitan transferir riqueza de los inversionistas externos, dado que es un juego de suma cero.

Esta situación es tenida en cuenta por los inversionistas externos que incorporan estos costos de agencia en el valor de la acción, reduciéndolo.

En empresas con bajo riesgo propio es mucho más difícil obtener ganancias a partir de información interna, dado el ambiente estable que las rodea, sin embargo, en las firmas cuyas acciones están altamente concentradas en poder del administrador y unos pocos inversionistas se generan incentivos a concentrar esfuerzos para aumentar el valor de las acciones de la firma a corto plazo.

Como el mercado es más preciso en estimar el ingreso marginal en el valor de la firma fruto de actividades de corto plazo por parte del administrador que en aquellas de largo plazo (investigación y desarrollo, etc), entonces el administrador concentrará sus esfuerzos en maximizar el valor de las acciones a corto plazo y no en generar un mayor valor fundamental. Finalmente hay que tener en cuenta consideraciones de aversión al riesgo.

Los accionistas internos que invierten una gran proporción de su riqueza en acciones de alto riesgo, a diferencia de aquellos que invierten fuertemente en firmas estables, tienen la oportunidad de transferir riqueza más fácilmente desde los acreedores financieros y desde los accionistas externos, lo cual eleva el valor esperado del retorno de su inversión. Es de esperar que una alta proporción de acciones en poder de accionistas internos (INSIDER HELD) en empresas de bajo riesgo genere problemas de subinversión.

Primera hipótesis: La Q es función cuadrática (cóncava) de la variable INSIDER HELD en las firmas de bajo riesgo.

$$Q = f(M, S, T)$$

Donde $M = f(\text{INSIDER HELD})$, $S = f(\text{INSIDER HELD})$, $T = f(\text{INSIDER HELD})$, son funciones lineales con pendiente positiva. S hace referencia al valor esperado de la pérdida de rentabilidad asociada a problemas de subinversión y de exceso de concentración de esfuerzos a corto plazo. Incrementos en INSIDER HELD producen una revisión de las creencias de los inversionistas externos acerca de los problemas de subinversión (o de aversión al riesgo de los accionistas externos) y exceso de esfuerzos a corto plazo al interior de la firma.

T hace referencia al valor esperado de la pérdida de riqueza de los inversionistas externos a manos de los accionistas internos a través de transacciones con acciones. Incrementos en INSIDER HELD producen una revisión de las creencias de los inversionistas externos acerca de la potencia pérdida de riqueza a manos de los accionistas internos

Segunda hipótesis: La Q es función cuadrática (cóncava) de la variable INSIDER HELD en las firmas de alto riesgo.

El análisis que se hace es muy parecido al anterior excepto que se espera que para firmas de alto riesgo el efecto de la variable S sobre la Q sea muy pequeño y a altos niveles de INSIDER HELD empiece a predominar el efecto de la variable T sobre la variable M.

Tercera hipótesis: Incrementos en la venta neta de acciones por parte de los accionistas internos en un período de tiempo determinado (4 meses) conducen a decrementos en la Q, en firmas de bajo riesgo.

La venta neta de acciones en un período determinado (digamos en los últimos 4 meses) por parte de los inversionistas internos es una señal de diversificación del riesgo. Conduce a que los accionistas externos revisen sus creencias acerca de los problemas de subinversión de la firma y también a una caída en el nivel de monitoreo.

Dado el supuesto de que el nivel de monitoreo ofrecido es menor que el demandado y que a bajos niveles de INSIDER HELD el efecto de M predomina, un alto nivel de venta de acciones en los últimos 4 meses puede indicar que dicha tendencia está vigente en la actualidad, es decir que la variable INSIDER HELD tiende a decrecer, lo cual genera un decrecimiento en la Q.

Cuarta hipótesis: Incrementos en la venta neta de acciones por parte de los accionistas internos, en un período de tiempo determinado, conducen a decrementos en la Q, en firmas de alto riesgo.

La venta neta de acciones por parte de los accionistas internos en los últimos 4 meses es una señal de que el mercado está sobrevalorando las acciones de la firma y además dado que se espera que la tendencia se mantenga en la actualidad, produce un decremento esperado en la variable INSIDER HELD y por lo tanto en el nivel de monitoreo ofrecido (que se supone inferior al óptimo).

Y ¿quién monitorea a los monitores? La respuesta está en la concentración accionaria de los inversionistas institucionales (bancos, fondos, etc).

Estos son inversionistas altamente especializados que evalúan el desempeño de las acciones de una firma de una manera consistente y sistemática. En firmas riesgosas una alta concentración de acciones en poder de inversionistas institucionales (INSTITUTIONAL OWNERSHIP) impone un alto nivel de monitoreo (inclusive mejora la calidad del monitoreo interno) y es una señal de que el valor de la firma a largo plazo es alto. En firmas de bajo riesgo también conduce a un mejoramiento en la calidad del monitoreo interno, sin embargo, dado que M es bajo, puede generar a un exceso de monitoreo (En equilibrio los costos de monitoreo interno y externo se reflejan en el precio de la acción). Por otro lado hay que considerar que las firmas menos riesgosas invierten en proyectos de corto plazo cuya rentabilidad es estimada fácilmente por el mercado, por lo tanto no es tan valiosa la señal que pueda ser enviada al mercado por una alta posesión de acciones en poder de inversionistas institucionales.

Quinta hipótesis: Un incremento en el porcentaje de acciones en poder de inversionistas institucionales en firmas de bajo riesgo, genera un decremento en la Q .

Sexta hipótesis: Un incremento en el porcentaje de acciones en poder de inversionistas institucionales en firmas de alto riesgo, genera un incremento en la Q .

Se considera el problema de selección adversa desde el punto de vista de la financiación de una firma a través de acciones, es decir, desde el costo del patrimonio. Si el conjunto de proyectos de un sector industrial presenta alto riesgo sistémico o riesgo de mercado, esto redundará en un mayor costo de financiamiento para una firma en particular, inclusive si ésta presenta un bajo riesgo de mercado. La prima de riesgo que una firma ofrece por sus acciones es proporcional al beta de dicha firma.

El beta es una medida de que tan sensible es la firma ante cambios en las condiciones de mercado, se dice que el beta es un indicador del riesgo sistémico o riesgo de mercado de una firma particular, para nuestro caso de estudio beta no existe pues no ha sido calculado.

Dado que en presencia de selección adversa en los mercados financieros el inversionista es incapaz de distinguir el tipo (riesgo sistémico futuro) de una firma particular, se fija en el tipo de la firma media o representativa del sector industrial en que ésta se halla inmersa

$r=f$ (beta de la industria), f es lineal.

Séptima hipótesis: La Q es una función lineal del beta de la industria.

Para evitar los costos de agencia de vender acciones en el mercado de capitales se podría pensar en que una firma se debería financiar completamente con deuda, sin embargo un alto apalancamiento financiero conlleva sus costos asociados:

Los accionistas se ven incentivados a tomar proyectos riesgosos aún en detrimento del valor de la firma que genera costos de agencia y costos de bancarrota. Se considera el valor del patrimonio de una firma como una opción cuyo activo subyacente es el valor en libros de los activos de la firma y cuyo precio es el valor facial de la deuda, con fecha de maduración correspondiente al pago de la última amortización.

Tomando como referencia los modelos de Black-Scholes y el modelo Cox-Ross-Rubinstein del retículo Binomial, es claro que a mayor volatilidad del activo subyacente la opción vale más. Por lo tanto los accionistas (junta directiva) incentivarán al administrador a tomar entre un conjunto de proyectos que arrojen el mismo beneficio esperado y presenten el mismo riesgo sistémico, los que presenten el mayor riesgo idiosincrático (problema de riesgo moral). Esto redundará en un mayor valor del patrimonio y un menor valor de la deuda (es un juego de suma cero). Los acreedores financieros incorporan esta circunstancia en su análisis lo cual produce un encarecimiento en el costo de la deuda.

Jensen (1986) plantea que el stock de deuda es un regulador del flujo de caja, ante compromisos financieros ineludibles el administrador tiene que administrar mejor el flujo de caja que genera la firma y se verá menos incentivado a invertirlo en actividades improductivas que lo beneficien sólo a él.

Por otro lado no es claro que una firma obtenga una ventaja impositiva al endeudarse. Si se tiene en cuenta que las ganancias de los acreedores son base imponible, éstos incluirán en el costo de la deuda el gasto impositivo propio. Estos dos efectos sobre el costo de capital se cancelan, anulando cualquier efecto impositivo.

Los beneficios de financiarse con deuda sólo pueden ser explicados en función de variables que recojan los efectos de la información asimétrica en los mercados financieros y al interior de la estructura de propiedad de una firma.

Octava hipótesis: La Q es una función cuadrática (cóncava) del ratio deuda a patrimonio (D/E) en las empresas de alto riesgo.

Para las firmas más riesgosas un alto D/E puede significar que la firma no está tan restringida financieramente, además contará con monitoreo externo, sin embargo sufrirá de un alto costo de la deuda. El efecto del incremento en el costo de la deuda empezará a predominar a medida que se incrementa el D/E

$Q = f(M_{deuda}, I, C)$, C es el costo de la deuda, I es el costo de subinversión asociado a restricciones financieras y M_{deuda} hace referencia al nivel de seguimiento que los acreedores imponen sobre la firma (diseño de covenants y amortizaciones).

$M_{deuda} = f(D/E)$, $C = f(D/E)$, $I = f(D/E)$ son funciones lineales, las dos primeras con pendiente positiva y la última con pendiente negativa.

Novena hipótesis: La Q es una función lineal del ratio deuda a patrimonio (D/E) en las empresas de bajo riesgo.

Para las firmas de bajo riesgo, dado que M es bajo y que estas firmas no están muy restringidas financieramente, incrementos en D/E pueden imponer un exceso de monitoreo y aumentar innecesariamente el costo de capital.

También están presentes los costos de bancarrota, es decir, aquellos que se dan cuando el flujo de efectivo que genera la firma no es suficiente para cubrir sus obligaciones con los acreedores.

Estos involucran costos directos de contratación de abogados, restructuración de la firma, etc. y costos indirectos manifiestos en la relación con los proveedores y consumidores, que equivalen en total al 20% del valor de la firma (Altman 1995).

Estos costos son imputados en el costo de la deuda, reduciendo la riqueza de los accionistas. A mayor nivel de deuda, una firma enfrenta un mayor valor esperado de costos de bancarrota.

Décima hipótesis: La Q es una función cóncava del stock de activos intangibles.

vi. Conclusión

Dado que la información no está automáticamente disponible para el principal, el contrato basado en las acciones del agente deberá especificarse en términos de resultados que el principal pueda observar fácilmente.

En relación a la importancia de la complementariedad entre las actividades o activos de la empresa en la determinación de sus límites, prácticamente todos los enfoques coinciden en que conviene relativamente más extender los límites de la empresa en la medida que las actividades o activos hacia los que se integraría sean complementarios con las actividades actuales de la empresa.

Esta conclusión se puede entender analizando los dos pilares básicos que determinan la existencia y los límites de una empresa: los costos de coordinación de producir internamente y los costos de transacción de pasar por el mercado.

Mientras más complementaria sea cierta actividad o activo con las realizadas por la empresa, menor debiese ser el costo de coordinar internamente esa actividad con las otras actividades de la empresa y mayor debiesen ser los costos de transacción de adquirir esa actividad en el mercado, ya que una mayor complementariedad involucra mayores rentas, y la consecuente aparición del problema de oportunismo. La teoría de agencia no plantea linderos para la organización ya que no hace diferencias entre transacciones internas y externas.

CAPITULO III

INTEGRACION DE UNA PROPUESTA ADAPTADA AL CASO DE ESTUDIO

i. Introducción

Las implicaciones más importantes de la teoría de las agencias, se derivan de modificaciones en las hipótesis del modelo sobre los intereses e incentivos que persiguen los directivos. En lugar de la hipótesis de que los directivos son simplemente maximizadores de utilidad, muchos teóricos de las agencias adoptan la hipótesis de que los directivos son obligatoriamente racionales y que pueden actuar de forma oportunista.

El gobierno de la empresa es un tema muy debatido, sobre todo en referencia a los casos de corrupción y a los fracasos de las empresas. En línea con estos problemas actuales, el gobierno corporativo debe generar los instrumentos apropiados para reducir los costos de empresa o agencia en los que se incurre al tratar de evitar la discrecionalidad directiva.

Entre estos instrumentos se encuentran los mecanismos de control externo, constituidos por el mercado de control, el mercado de bienes y servicios, el mercado laboral, el marco legal y la auditoría externa; y los mecanismos de control interno, fundamentados en la junta de accionistas y en el consejo de administración, de existir.

Este trabajo pretendía incorporar una propuesta tangible al respecto de la teoría de las agencias aplicada a la gestión de una empresa específica para poder medir el impacto en el valor de la misma.

Sin embargo, problemáticas inherentes al medio empresarial ecuatoriano, fundamentalmente la carencia de información, determinan la imposibilidad de verificar la creación de valor de la empresa en función de la aplicación de la teoría estudiada a su estructura societaria.

ii. La funcionalidad de la empresa local frente a la desintermediación financiera

El proceso mundial de formación del capital tiene, cada vez más su base en los ahorros dispersos de miles de pequeños ahorristas (capitalismo atomizado), captados y concentrados mediante verdaderas redes de información que llevan a cabo tal proceso, de una forma diametralmente opuesta a la tradicional de los depósitos comunes en el sistema financiero, lo cual impone a los banqueros un profundo cambio en la metodología y competencias profesionales para competir con nuevos vehículos de inversión que ya le han quitado una significativa porción del mercado de financiamiento y capitalización de nuevos proyectos, orientados a la producción de bienes y servicios.

Ello ha llevado, en los E.E.U.U., a que los fondos de inversión compitan con los otros tradicionales receptores del ahorro familiar y como proveedores del capital necesario para el “fondeo” de nuevos proyectos, lo cual ha revolucionado el mundo financiero y transformado la economía de ese país, llevándola a niveles de crecimiento y empleo, no conocidos en la historia económica del mismo.

Todo esto ocurre por la aparición de una nueva y dinámica generación de especialistas, en un ámbito que siempre se caracterizó por lo lineal y estructurada que ha sido su sistema de toma de decisiones.

Europa no se ha rezagado en dicho cambio, dada la irrupción del individualismo y los fondos de inversión, en un espacio ocupado por el colectivismo y el estado de bienestar social.

La necesidad de mejorar la productividad de los sectores proveedores de servicios llevó a la pérdida de protagonismo del negocio bancario tradicional, lo cual se ha dado en llamar “desintermediación financiera”.

Esto se refiere a la renovación de los medios de captación de recursos a través de formas nuevas utilizadas para canalizar el ahorro público hacia el mercado de capitales, lo cual constituye una nueva área de negocios para aquél sector, hacia donde las

entidades financieras, como salida de la crisis actual, deberán organizarse a través de áreas especializadas en el desarrollo de nuevas actividades en la economía real.

Esto ha creado un sistema que proporciona capitales, de manera más rápida, a las personas dispuestas a utilizarlos, bajo ciertas condiciones y riesgos técnicamente calculados, con evidentes beneficios para la economía en su conjunto, en cuanto a una mejor asignación de los recursos.

Los inversores en los mercados de capitales manifiestan creciente interés por mantener una mayor relación de inmediatez y participación en los resultados de las inversiones, más que en la obtención de una simple ganancia financiera.

La realidad muestra a los administradores profesionales de inversiones actuando en un mercado de capitales cada vez más atomizado, donde aparece un mayor interés por operaciones que si bien tienen una mayor cuota de riesgo, ofrecen perspectivas distintas y la posibilidad de un crecimiento de la riqueza real en una economía globalmente considerada.

El promotor de la actividad económica, emprendedor profesional o “developer”, junto con el inversor de riesgo, paulatinamente ha ido adquiriendo una mayor relevancia respecto de lo que era el tradicional dueño, propietario, accionista o socio, incorporando nuevas competencias personales y profesionales en el manejo y control efectivo de los negocios; las que han sido aprendidas sobre el terreno de la especialidad requerida para el desarrollo del proceso encarado.

De esta manera nace una administración profesionalizada, ejercida por quienes son cada vez menos dueños del capital que aplican, pero que está ligada a aquella a través de la rentabilidad que de éste se obtiene, dado que se pasa del alto volumen al alto valor, a través de emprendimientos pujantes, que se orientan hacia la producción de bienes y de servicios, especialmente adaptados a las necesidades del mundo actual.

Estos actores, con conocimientos aprendidos sobre el terreno de la especialidad requerida, discurren en un escenario totalmente nuevo y competitivo para lo que deben contar con la habilidad suficiente para resolver problemas y encontrar oportunidades, vinculando la tarea de quienes las identifican con la posibilidad de resolver aquellos.

Se trata de una interacción fluida y sin interferencias, en la búsqueda de que la capacidad del grupo sea mayor que la suma de las partes, apuntando más a una red que a una estructura vertical, que logre capturar las oportunidades que se presentan y los recursos para desarrollar el proceso encarado, en procura de acercarse lo más posible al objetivo visualizado.

Robert Reich sostiene que el bienestar de un grupo como tal, depende del valor que pueda agregar al mismo, a través de sus conocimientos y habilidades, como ocurre en el caso de un emprendedor o “developer”. Las actividades desarrolladas en la economía real constituyen un verdadero “potencial de crecimiento”, toda vez que la producción de bienes y servicios constituyen una fuente generadora tanto de nuevos empleos como receptora de nuevas inversiones, para un aumento sustentable de las mismas.

Según John Naisbitt, en la realidad de los E.E.U.U. se observa que están dejando de regir las situaciones coyunturales de corto plazo, para favorecer el tratamiento de los temas dentro de esquemas de tiempos más largos, habiéndose descubierto la capacidad para actuar creativa e innovadoramente. Se está abandonando la dependencia de estructuras jerárquicas tradicionales a favor de redes de comunicación no formales, de suma importancia para la comunidad empresarial.

Todo lo cual introducirá un profundo cambio en los hábitos de los últimos veinte años o más que, generalmente, han sido “cortoplacistas”.

A su vez, Peter Drucker sostiene que la nueva realidad que aparece en el horizonte, tiene que estructurarse sobre la base del saber especializado y del carácter de especialistas de las personas que lo ejerzan. Criterio que también ha de influir localmente, donde la sociedad es poco propensa al reconocimiento de los que más saben.

Esto trae como consecuencia que, una organización basada en el saber de un conjunto de especialistas, requiera que todos asuman la responsabilidad por los objetivos fijados y por sus conductas, las que deben aplicarse con empeño a lograrlos, con arreglo a los valores y creencias que son las bases que mantienen unidas a la sociedad.

iii. Cambios en el modelo de decisiones estructurales en las finanzas de la empresa

Es conocido que los estados financieros de una compañía deben ser una herramienta que contribuya a la toma de decisiones en las empresas y así es, de no hacerlo la empresa o, para ser más preciso los ejecutivos, estarían cometiendo un grave error.

Es cierto que todos los departamentos de una organización necesitan y proveen datos y que una de las funciones del contador es el recopilarlos, transformarlos y devolverlos como información y que esta información será de gran utilidad para que los departamentos evalúen su desempeño contra lo que tenían estimado y a partir de ahí tomen decisiones para corregir o mejorar. También es común pensar, aunque considero que es un error, que al finalizar la función del contador, es decir producir estados financieros, estos son entregados al director de la empresa y entonces el reconocerá cual es la situación de la empresa y empezará a tomar decisiones en un sentido o en otro.

Aquel director que espere a que la contabilidad le brinde información respecto a cómo esta su negocio está perdido, la estará recibiendo muy tarde, cuando todo ha pasado. Es por eso que muchos directores no utilizan la información financiera, porque cuando la reciben ya no la necesitan, es algo que ya saben.

Lo saben simple y sencillamente porque todos los días están ahí, trabajando, vendiendo, comprando, motivando a la gente, preguntando en todos los departamentos que pasa, a él le llegan los problemas y las preguntas y él entrega las respuestas, de manera que la situación financiera no solo la conoce si no que la siente.

Tradicionalmente se ha fijado el objetivo de maximización del beneficio. Sin embargo, el concepto de beneficio es muy ambiguo, puesto que podemos considerar el beneficio anual, en los próximos años, así mismo los directores de la empresa pueden influir en su determinación modificando su política de dividendos u otras partidas.

Todo ello ha llevado a una variación del objetivo, tan sólo en definición, éste es la maximización del valor del mercado de la empresa para sus accionistas, una vez cumplidas sus obligaciones en el marco de la normativa vigente.

El autor Fama presenta su acuerdo con esta afirmación cuando dice que maximizar la riqueza conjunta de accionistas y obligaciones es el único criterio, en términos de valor del mercado, acorde con una situación estable, y el mercado, a través de los precios, presta a la empresa los suficientes incentivos como para optar por dicho criterio.

Para lograr su objetivo, la empresa deberá elegir la combinación más adecuada de inversiones, estructura de financiación y política de dividendos. Esta información sobre la rentabilidad y riesgo de la empresa, que llega a los inversores bursátiles, les hace apreciar más o menos unos títulos frente a otros.

Sin embargo, como hemos señalado en la teoría de las agencias, dada la separación entre los propietarios de la empresa y los directores de la misma, algunos autores consideran que las decisiones de éstos últimos no van encaminadas a maximizar el valor más interesante. Esta divergencia de objetivos será mayor cuanto más fragmentado y disperso sea el conjunto de accionistas.

iv. La ruptura en las relaciones internas frente a los riesgos

En relación a la administración de riesgo del caso de estudio, dentro de los análisis de las cuestiones financieras que en gran medida involucran inseguridad e incertidumbre, para lo directores de gran importancia que tengan un mismo conocimiento, de la actitud empresarial al tomar decisiones bajo riesgo.

Si las decisiones financieras tienen valor, entonces el director debería preocuparse en cómo hacer para que esas decisiones puedan crear valor para los accionistas.

Los problemas básicos que observa la teoría de las agencias, se restringen a las diferencias en el nivel de información y de orientaciones de los intereses de las partes que intervienen en las transacciones en la esfera empresarial, es decir, a la inobservabilidad u observabilidad sólo muy limitada de la otra parte.

La hipótesis básica de la teoría es que, esa inobservabilidad del otro se traduce a asimetría o desigual distribución de informaciones.

En primer lugar se consideran la no observabilidad total por parte del principal sobre su posible Agente respecto a los inconvenientes o posibles riesgos implicados en la elección de una falsa persona. Es el problema que se plantea cuando se elige un Director, o cuando se emplea una persona para un puesto, y el riesgo se intensifica con el ámbito de tareas delegadas.

Para superar esta dificultad, se recomienda al Agente que envíe señales o indicadores de sus capacidades al posible Principal (certificados sobre sus anteriores trabajos, títulos, entre otros, es decir, todo lo que entra en una hoja de vida bien ordenada, y referencias de antiguos empleadores). Al Principal se le recomienda el uso de búsqueda de informaciones complementarias sobre el candidato a Agente.

En este contexto se recomienda también el método de la "Self Selection" en que el Agente sitúa al candidato en una situación o escena con problemas tan complejos que le permitirán captar si el candidato posee el perfil adecuado.

La desigualdad en informaciones es considerada en esta observación teórica como oportunidad para el agente, guiado por su interés egoísta, de llegar incluso a presentarse de forma dolosa como poseedor de informaciones de que realmente no dispone.

Es lo que puede suceder al contratar a un consultor que se ha informado previamente sobre los responsables que le pueden contratar y conoce sus competencias y limitaciones en conocimientos específicos de un campo de trabajo.

El otro problema considerado como más relevante por la teoría es el de la "acción escondida": aquí se trata de lo que sucede en la fase entre el comienzo de la acción delegada y la conclusión de la relación de agencia en referencia a las posibilidades y actividades reales del agente. Dado el margen de libertad en su actividad propia, el delegado o agente, puede elegir entre distintos medios para la consecución de los objetivos que el principal no puede observar exactamente, o sólo mediante costos muy elevados.

Aunque el principal pueda constatar, ex post, el resultado final, no podrá así evidentemente conseguir información fiable sobre la situación antes de las decisiones tomadas por su agente, o sobre los esfuerzos reales de éste.

Es casi indiscernible si los resultados positivos finales se deben a los esfuerzos del agente o a las circunstancias externas. Esta opacidad de la agencia podría además tentar al agente a reducir sus rendimientos o a aprovecharse en interés propio.

Es decir, la inobservabilidad u opacidad de la acción implica también el riesgo moral de las conductas oportunistas por parte del agente y que se denomina en la teoría "Hold up". En esta teoría es la especificación de las transacciones el motivo básico para que surja esa situación de riesgo. Para entender mejor ese riesgo implicado en la opacidad de la intención de la otra parte, la teoría considera que el principal que inicia la relación de agencia asume costes previos como inversión específica en el establecimiento de la relación contractual. Pero al llegarse a esa relación comienza a depender del agente.

v. La necesidad de incorporación del agenciamiento

La teoría de la agencia considera las empresas y sus relaciones con el entorno como redes de contratos establecidos entre las partes para regular sus intercambios económicos.

Es decir, todo tipo de ordenamiento de actividades económicas que se manifieste como organizado, es comprendido con este prisma de análisis del concepto de lo contractual como una red de contratos entre distintas partes. Ejemplos: contratos de compra, de entrega, de crédito, de leasing, de seguros, o contratos salariales.

Los contratos vinculan jurídicamente o tácitamente derechos, competencias y obligaciones de las partes contratantes así como el reparto de los beneficios obtenidos. La teoría, en su análisis de las actividades empresariales y económicas, parte del supuesto de que los individuos que establecen estos contratos se mueven sobre todo por la expectativa de poder maximizar sus utilidades individuales.

Esta premisa abarca varias afirmaciones sobre los siguientes aspectos del comportamiento: a) El comportamiento humano responde al modelo de la "racionalidad económica", es decir se orienta sobre esquemas de preferencias dadas con estabilidad y consistencia;

b) El comportamiento individual se orienta al logro por maximización de una utilidad individual;

c) El individuo opera en su cálculo desde una posición oportunista: engaño, maniobras de enmascaramiento, entre otras técnicas, de forma que la interacción entre las partes contratantes asumirá conductas en que se intente no rendir lo contratado, presentación dolosa de los resultados obtenidos, interpretaciones sesgadas de lo convenido en provecho propio, entre otras.

En realidad, el contrato principal agente tendrá siempre como objetivo básico la reducción de esas intenciones oportunistas del agente;

d) La función de utilidad, abarca básicamente, una amplia gama de objetivos: monetarios (sueldos, premios, dividendos, participación en beneficios) y no monetarios (hacer carrera, prestigio e imagen, posiciones de poder frente a otros subordinados, ocio y tiempo libre, o verse realizado al aceptar el mandato del principal);

e) Las partes orientan su conducta según esa racionalidad instrumental y esperan una correspondiente orientación en la otra parte. Esto les permite anticipar en principio futuras conductas del otro o controlarlas mediante negociaciones contractuales;

f) Las partes pueden tener una distinta actitud y grado de aceptación del riesgo implicado en sus decisiones.

En general se suele asignar al principal mayor capacidad de asumir riesgos, y al agente un cierto grado de rechazo de riesgos. La construcción teórica de este modelo de la Agencia implica, como secuela de la tendencia a maximizar utilidades propias.

La afirmación de una alta probabilidad de que exista un conflicto de objetivos entre las partes, mientras que el principal se interesa primariamente por un resultado favorable, el agente puede orientarse así según cálculos de utilidad individual y actitud oportunista incluyendo en ellos la posibilidad de daños para la otra parte. Se deduce, que el agente sólo aportaría al principal el rendimiento "óptimo" (en referencia al rendimiento ideal en la situación del mundo posible de información perfecta etc.) en la medida en que tales acciones produzcan resultados compatibles con los deseados por el cálculo egocéntrico propio.

Es claro, que se deduzca también en la teoría de la Agencia, que esa coincidencia tiene asimismo el carácter de una situación límite altamente improbable, y que lo normal será que surjan conflictos de agencia y costos.

El oportunismo constituye aquí la variable central sobre la que se "construye" toda la visión teórica con que se observa y analiza la realidad empresarial.

vi. Posibilidades dentro de las pequeñas y medianas empresas PYMES

Existen alternativas para organizar nuevos negocios y actividades, basados en sus sistemas decisorios, fundamentados en mayorías y minorías accionarias y demás reglas de funcionamiento, sin dejar afuera de las decisiones trascendentales a las pequeñas minorías, que también tienen derecho de propiedad sobre el capital, en un "capitalismo atomizado".

En dichos nuevos instrumentos, los inversores podrán obtener una renta, no un dividendo, que podrá ser tanto económica como social. Este tipo de fondo de inversión, es la vía apropiada para canalizar la inversión colectiva atomizada hacia el sector real de la economía, a través de emprendimientos similares a los que, como "trusts", son conocidos en otros países.

El emprendedor tiene como rasgo distintivo la profesionalidad en el manejo del negocio, que se concibe no como una sociedad de capital sino como una empresa, en el sentido más amplio y elástico de emprendimiento, asociación de intereses o combinación de objetivos, concertados entre inversores y administradores.

Estos conforman un equipo de profesionales, en distintas ramas del conocimiento aplicable a cada caso, que como output diseñan la denominada "ingeniería de proyecto".

En ese orden de ideas, un emprendedor individual o colectivo asume la condición de promotor, innovador y administrador, lo que permite encuadrarlo en la categoría de generador de un servicio "analítico- simbólico", como lo dice Robert Reich.

Estos, a través de un proceso de trabajo intelectual, sugieren soluciones y planifican o acuerdan formas para resolver los problemas que enfrentan.

Su participación en una sociedad de conocimientos colabora en agregar valor a la misma mediante nuevas ideas y conceptos, descubriendo otras perspectivas, posibilidades y soluciones.

El emprendedor se especializa, como se dijera, en aprender sobre el terreno, sumando contactos y experiencias, configurando el arquetipo de la organización informal, organizada de diferentes formas, según sea el proyecto de que se trate e integrada por personas con gran dominio personal para afrontar las fuerzas del cambio que, necesariamente, producirá el proceso al que se integran.

vii. Conclusión

Las empresas están habidas de nuevos instrumentos y sistemas que faciliten no sólo el cálculo de su capacidad de generar valor sino además de utilizar ésta a efectos de incentivar y motivar a sus directivos, gerentes y empleados en pos de lograr el incremento consistente y a largo plazo en los ingresos y capitales aportados por los accionistas y propietarios de las mismas. Por otra parte llevar a cabo la mejora continua no sólo requiere de mediciones de productividad, calidad, costos e índices de satisfacción, sino además resulta imprescindible contar con valores a partir de los cuales puedan instrumentarse medios idóneos para la motivación e incentivación de los directivos y empleados, haciendo coincidir el interés de éstos con los de los accionistas y propietarios.

Un razonamiento similar surge cuando un empresario decide expandir o aminorar la integración vertical de su empresa o entrar en una nueva línea de negocio. De la revisión de la literatura acerca de los determinantes de la existencia y límites de la empresa, se concluye que las diferentes teorías o enfoques que intentan explicar tales determinantes se pueden agrupar siguiendo los lineamientos básicos del trabajo de Coase (1937), que justifica la existencia de la empresa y su grado de integración en función de los costos de transacción de pasar por el mercado y de los costos de coordinación de producir o desarrollar un determinado insumo o proceso internamente.

CAPITULO IV

VALORACION A TRAVES DEL MERCADO DE CAPITALES

i. Introducción

El crecimiento empresarial, indiscutible objetivo perseguido por la mayoría de las empresas, ha sido un tema central en el campo de la dirección estratégica que ha llevado a profesionales y académicos a cuestionarse que se deriva de este concepto y cómo medirlo, qué motivos justifican el hecho de que las empresas experimenten procesos de desarrollo, así como los pros y los contras del mayor tamaño empresarial.

Desde esta perspectiva, la diversificación empresarial es una alternativa de crecimiento mediante la cual la empresa añade simultáneamente nuevos productos y nuevos mercados a los ya existentes.

En el contexto de las decisiones estratégicas, la alta dirección y el consejo de administración gobierno corporativo, junto con el personal de planificación, suelen ser los grupos internos más involucrados y que más influencia ejercen sobre el proceso de dirección estratégica -estrategias de diversificación. A la alta dirección le corresponde normalmente la toma de decisiones estratégicas en la organización, siendo fundamental su papel tanto en el proceso de formulación como en el de implementación de las estrategias. Por su parte, la propiedad y el consejo de administración se encargan de supervisar a los directivos y, por tanto, influirán en el valor de la empresa. Sobre los antecedentes teóricos expuestos, el objeto del presente trabajo de investigación es analizar la influencia de la estructura de gobierno de las empresas propiedad, consejo de administración y alta dirección sobre la dirección del crecimiento empresarial seguido por las mismas así como sobre los resultados.

ii. Nuevas formas de contratación entre agentes y propietarios

Fenómenos básicos de la vida en sociedad son la división del trabajo y los intercambios. Estos se realizan por intermedio de contratos, mostrando tanta variedad como uno pueda imaginar, desde los contratos orales hasta los detalladamente escritos.

Los intercambios son posibles porque las valoraciones subjetivas de los individuos con respecto a un mismo bien o servicio difieren. El que compra valora más lo que está por recibir que el dinero que entrega a cambio, lo contrario para el que vende. Eso es lo que permite que ambas partes resulten beneficiadas cuando se cumplen las expectativas previas sobre el intercambio. Los economistas llaman a esto “excedente del consumidor” y “excedente del productor”, aunque en realidad deberíamos decir de quien compra y de quien vende.

Ex-ante ambos esperan salir beneficiados. Ex-post la situación puede ser diferente; por distintas razones: puede que las expectativas que tenía sobre el producto o servicio en cuestión no se cumplieron o puede ser que la calidad del producto o servicio recibido no sea lo que debía recibir. Es por esa razón que ambas partes de una transacción saben que tienen que “controlar” el cumplimiento del contrato.

Este control no resulta difícil en muchos casos de compra de productos o servicios sobre los que se ha adquirido ya experiencia y conocimiento. Otros, sin embargo, presentan un determinado grado de dificultad, particularmente cuando se trata de contratos para dar un producto o servicio en el futuro y también cuando evaluar la calidad de los mismos es una tarea complicada. Como el conocimiento es imperfecto, particularmente con relación a circunstancias futuras no previstas, los contratos son necesariamente incompletos.

Un contrato de agencia, resulta cuando una persona, el agente, acuerda realizar un servicio al otro, el principal.

El intercambio se realiza porque uno valora más el servicio que va a recibir que el monto que va a pagar mientras que el otro lo valora a la inversa, pero el cumplimiento del contrato necesita ser controlado. En el caso del agente, éste controlará que el principal cumpla con el pago determinado y otras cláusulas del contrato de agencia. En el caso del principal porque si bien el que contrata pretende que el agente actúe contribuyendo a su interés, esa persona puede verse tentada a perseguir objetivos propios, los cuales no coincidan con los del principal.

El caso tal vez más familiar que podamos presentar es el de la relación empleador-empleado. Ambos ingresan en la misma por propia conveniencia: uno para recibir el servicio del agente, el otro para ser remunerado por el principal.

Sin embargo, los intereses de ambos no se encuentran perfectamente alineados, el empleado puede preferir dedicar su tiempo a otros asuntos o hacer llamadas telefónicas personales y el empleador se ve en la necesidad de controlarlo; el empleador puede verse tentado a requerir esfuerzos que no fueron acordados previamente o a tratar de reducir costos no cumpliendo con parte del contrato.

Todos los esfuerzos que el principal realiza diseñando e implementando sistemas de evaluación, motivación y compensación están dirigidos precisamente a eso: a reducir la discrepancia entre sus intereses y los del agente.

Mucho de lo que se realiza como motivación en las organizaciones se reduce a cambiar los objetivos de la gente. Fomentar una cultura corporativa, la creencia en los objetivos de la empresa, el orgullo en el trabajo en grupos, y otras pueden pensarse como formas de reducir las diferencias entre los objetivos del agente el empleado y el principal el empleador.

Que la relación entre los gerentes y los accionistas forma parte de las anteriormente analizadas parece obvio.

Los negocios de una sociedad por acciones se manejan siempre por un Consejo de Administración.

Este Consejo, por lo regular, se halla sujeto a control de una Junta general de accionistas, pero suele ocurrir que la mayor parte de los titulares de las acciones apenas se interesan en los negocios de la compañía, y cuando el espíritu de facción no prevalece entre ellos, ni siquiera se toman incomodidad alguna, sino que de buen grado se contentan con los dividendos anuales o semestrales que les pagan los directores de la sociedad. Pero como los directores de estas compañías administran recursos ajenos, y no los propios, no es de esperar que pongan en su manejo aquella vigilancia extremada que suelen poner en los suyos los miembros de una sociedad colectiva. Por esta razón la negligencia suele siempre prevalecer, en mayor o menor grado, en la administración de los negocios de esta clase de compañías.

El fenómeno señalado por Adam Smith no era extendido en tanto y en cuanto predominaban en número las empresas familiares o unipersonales. En esos casos en que el accionista principal y el gerente coincidían en la misma persona no se presentaban problemas de divergencia de intereses.

En esas circunstancias, el interés de un pequeño accionista de controlar a los gerentes sufre típicos problemas de “acción colectiva”. Es decir, el servicio de control de los gerentes tendría las características de “bien público”, tal como los definiera Samuelson: cualquiera que incurriera en el costo (tiempo y esfuerzo como mínimo) de controlar a los gerentes no podría recuperar esos costos cobrando a los otros accionistas porque no puede excluirlos ni su consumo del servicio es rival.

Es decir, si un accionista decidiera realizar el control tan sólo porque quiere hacer uso de su derecho de propiedad no podría cobrar a otros porque los demás se darían cuenta que recibirían los beneficios de esa acción de todas formas. Como todos piensan lo mismo, nadie terminaría realizando el control: los gerentes se convierten en dueños efectivos.

Si ese control no existe, no es de extrañar que la divergencia de intereses lleve a los gerentes en la búsqueda de objetivos que no son necesariamente los de los accionistas. Pueden resistirse a distribuir dividendos, pueden fijar sus miras en el corto plazo, pueden buscar agrandar la empresa tan sólo para acumular mayor poder, o pueden abusar del uso de los activos de los accionistas.

La situación parece bastante problemática. No obstante, el análisis realizado no está exento de problemas. Para empezar, ¿cómo es que un arreglo institucional de esa naturaleza ha sido capaz de sobrevivir hasta la fecha?, ¿cómo es que los accionistas no han escapado de esta trampa con un simple y sencillo remedio, vendiendo sus acciones? La continuidad de este tipo de empresas y la continua inversión de accionistas en ellas deben estar mostrando que algún tipo de mecanismo de control está vigente y funciona.

La compensación de los gerentes es un sistema de premios (y eventualmente castigos) para incentivar la búsqueda por parte de éstos de alcanzar los objetivos de los accionistas.

Implica, por supuesto, la vinculación de la remuneración a los resultados. El diseño del sistema de compensación es tremendamente importante y puede resultar un arma de doble filo: bien diseñado promoverá los intereses de los accionistas, pero en caso contrario puede resultar particularmente dañino. Por ejemplo: una remuneración fija reduce el interés del CEO en obtener resultados positivos; pero no sólo eso, hasta un bono anual puede centrar la atención del mismo en el resultado a corto plazo en detrimento de la solvencia a largo plazo de la firma.

Alcanzar un buen sistema de compensación ejecutiva no es sencillo pues los objetivos a conseguir pueden ser diversos y hasta contrapuestos entre sí. Para atraer la atención del manager en el largo plazo suelen utilizarse pagos diferidos y opciones de acciones.

Por otra parte, se plantean cuestiones de difícil respuesta: ¿en qué medida existe una relación directa entre el valor de una acción y la habilidad o el esfuerzo del ejecutivo? De la misma forma en que puede verse beneficiado por circunstancias ajenas a su accionar (problemas de un competidor, un auge de la economía), puede verse afectado por ellas.

El directorio de una compañía es la institución que los accionistas han creado como representantes de sus intereses y cuyo objetivo es promover los mismos y la adecuación de las acciones de los managers a éstos. Es el componente “democrático” dentro de las empresas.

Nuevamente, el mecanismo no es perfecto; la información y el conocimiento detallado del negocio por parte del CEO son claramente superiores a los de los directores. No obstante, hay evidencias de que una pobre actuación en el mercado accionario está seguida de un reemplazo del CEO más alto que lo normal, dando a entender que los directores efectivamente controlan y se ocupan de los intereses de los accionistas.

Obviamente, todo depende de qué tipo de directorio se forme, puede ser uno que simplemente refrende las acciones del CEO, en cuyo caso poco es lo que logra en beneficio de los accionistas.

Directorios como estos de nada sirven a los accionistas. Por esa razón se han desarrollado en distintos países del mundo los que se llaman “Códigos de Mejores Prácticas” donde las propias empresas han establecido los mejores criterios para la formación y la operación de los directorios.

Un aspecto clave para que el directorio pueda contribuir a superar la divergencia de intereses entre el principal y el agente es la presencia de directores que no respondan a éstos últimos, es decir, directores independientes con capacidad y motivación para supervisar.

iii. El papel del intermediario o comisionista en bolsa

La bolsa es una de las instituciones del sistema financiero y consiste en un mercado organizado en el que se reúnen profesionales de forma periódica para realizar compras y ventas de valores públicos o privados. Sus características principales son:

- Es un mercado público donde se negocian títulos - valores.
- Sólo se contratan los títulos de aquellas entidades que han sido admitidas a cotización.
- Las transacciones están aseguradas jurídica y económicamente.

En la bolsa intervienen varios tipos de personas físicas o jurídicas:

Demandantes de capitales: Instituciones públicas (Estado, Gobiernos Seccionales, etc.) y las empresas privadas para obtener parte de la financiación que precisan.

Oferentes de capitales: Empresas o particulares que están interesados en colocar sus sobrantes de liquidez con la finalidad de obtener una rentabilidad. Los inversores colocan sus fondos (su dinero) intentando conseguir la máxima rentabilidad, en el menor tiempo posible y, con el mínimo riesgo. Al mismo tiempo, pretenden asegurar una buena liquidez de forma que puedan recuperar rápidamente sus inversiones en caso necesario.

Mediadores: Estos juegan un papel muy importante ya que contactan las demandas de los compradores con las ofertas de los vendedores de títulos.

En España esta función es desarrollada por las sociedades de valores y por las agencias de valores que han sustituido a los agentes de cambio y bolsa en el monopolio de intermediación bursátil que tenían hasta 1989.

Las sociedades de valores pueden actuar por cuenta ajena o propia (dealer o broker). Por tanto, pueden invertir en títulos, asegurar la suscripción de emisiones, así como dar créditos para la compra - venta de valores. Las agencias de valores y cambio, sólo
¿Quién está en el mercado?

Atendiendo a su tamaño, se han podido definir las siguientes categorías:

Grandes accionistas.-

Los grandes accionistas poseen más del 5% del capital social de una empresa. En Estados Unidos se les denomina "Insiders" (los que están dentro).

Hay dos buenas reglas sobre los insiders:

- 1.- Nunca hay que escuchar lo que dicen.
- 2.- En cambio, hay que hacer, como regla principal, lo que ellos hacen.

Miembros de la Bolsa.-

Aquí no debe confundirse entre los operadores profesionales del mercado y los miembros de la Bolsa. Sólo una parte muy pequeña de los profesionales son miembros de la Bolsa.

Los miembros de la Bolsa tienen una información muy detallada y puntual, por cuanto conocen al instante quién y cuánto se está comprando. Normalmente es conveniente atender a lo siguiente:

- 1.- Si una considerable parte de los negocios a la baja se hacen por los miembros de la Bolsa, esto es símbolo de que el mercado tiene que bajar.
- 2.- Si al contrario, tienen una pequeña parte de los negocios a la baja, entonces el mercado subirá pronto.

Los grandes accionistas y miembros de la Bolsa, son un símbolo de fuerza, cuando los insiders son compradores netos y, un símbolo de debilidad, cuando son vendedores netos.

Operadores al contado con cobertura a plazo y grandes especuladores. Estos operadores tienen un gran conocimiento de los mercados y de los productos contratados. Normalmente basan su negocio no sólo en acciones, sino sobre todo en opciones y futuros sobre acciones, materias primas, índices bursátiles, etc. Juegan tanto a que la Bolsa pueda subir o bajar y, por consiguiente pueden ganar dinero independientemente de lo que haga la bolsa, de ahí la cobertura.

Los grandes especuladores se basan, sobre todo en rumores o expectativas que permitan bruscas y súbitas alteraciones en los precios.

Pequeños operadores.-

Los pequeños operadores son los que negocian pequeñas cantidades de títulos - valores.

En general con poco conocimiento sobre el mercado, se ha comprobado mediante estadísticas que, cuando los pequeños operadores - inversores se lanzan a los mercados, la Bolsa está cerca del máximo y, por consiguiente, la Bolsa empezará a bajar pronto. Sin embargo, cuando venden masivamente, la Bolsa subirá rápidamente.

Si analizamos a los inversores partiendo de su pensamiento analítico, nos encontramos con:

Cuantitativistas.-

Son inversores que operan teniendo como base criterios de inversión exactos y cuantitativos basados en grandes ciclos económicos. Los cuantitativistas son frecuentemente, fundamentalistas.

Seguidores.-

A causa de su posición privilegiada en el mercado, pueden ver lo que hacen los astutos y, en consecuencia los secundan. Una variante de éstos son los "electrónicos", que gestionan vía ordenador y basándose en las "profundidades" del mercado.

Oportunistas.-

Operan rápido y solicitando amplios créditos. Utilizan una mezcla de los métodos de los demás.

Manipuladores.-

Están menos interesados en predecir el mercado que en influenciarlo, por ejemplo, mediante fusiones y operaciones hostiles por sorpresa.

Chartistas.-

Se concentran en la psicología del mercado que se lee en los charts.

Contrarios.-

Actúan de una manera muy particular, su razonamiento es el siguiente: Dado que la mayoría de las empresas e inversores están suscritos o leen las mismas publicaciones económicas, basadas en análisis técnicos o fundamentales. Generalmente, los inversores, siguen los consejos que se pueden leer en ellas. Si una gran parte de las publicaciones recomienda comprar, se debe por ello aceptar que una parte de los inversores en realidad está comprando.

Ya que siempre se compra y se vende lo mismo, si la mayoría ha comprado, los vendedores deben ser, en media, "peces" mayores que los compradores. Si el 90% está por jugar al alza, el vendedor/es, por término medio, debe ser 10 veces más grande que el comprador medio. Si el 95% está por jugar a la baja, el vendedor deberá ser 20 veces más grande.

En el fondo del chart, hay muchos fundamentalistas y cuantitativistas que, con una simple calculadora, concluyen que los valores están baratos, por lo que van comprando en un mercado apático. Esto crea, poco a poco, subidas en el volumen de contratación y en el precio y, en consecuencia, los seguidores empiezan a subirse al carro. Entonces, el mercado se llena de vida, con grandes oscilaciones dentro de un día, lo cual crea posibilidades para el oportunista.

Al mismo tiempo, las esperanzas de continuas subidas junto con la entrada de liquidez crean posibilidades ideales para la financiación de operaciones por sorpresa, absorciones y fusiones, con lo que éstas florecen. Finalmente, la sicosis del precio es tan dominante que es el chartista quien tiene sus tiempos dorados. Cuando por fin el mercado se colapsa, habrá en su mayor parte chartistas y contrarios que estarán en posiciones a la baja y ganarán en la caída.

iv. El Valor Económico Agregado (EVA)

Desde hace más de una década se está haciendo uso en los Estados Unidos de una poderosa herramienta de gestión destinada tanto a medir con que eficiencia las empresas hacen uso del capital que obtienen de los prestamistas e inversores, como así también la forma de analizar de manera consistente la productividad de los activos.

De tal forma gracias a dichas mediciones y análisis se pueden adoptar mejores decisiones a la hora de motivar a los gerentes y al personal de la empresa.

Esta herramienta se denomina EVA que significa Valor Económico Agregado, tratándose la misma de un sistema financiero integral creado para medir la verdadera rentabilidad de las empresas y remunerar a sus directivos, gerentes y empleados en base al crecimiento real, lo cual ha generado para las empresas que lo han implementado un crecimiento más rápido y lucrativo que el de sus competidores.

En un mundo cada vez más competitivo, en que los mercados locales han tenido que hacer frente a las ingentes presiones externas y, a los continuos e impredecibles cambios del mercado internacional, la rentabilidad de una empresa, la rotación de sus activos y, en definitiva, su valor en el mercado dependen cada vez más de respuestas rápidas y flexibles que se ajusten a las cambiantes condiciones del entorno.

A fin de llevar la delantera, muchas de las compañías más grandes y mejor administradas del mundo han adoptado este sistema de administración financiera y remuneración basado en incentivos que abarca a toda la empresa y que no sólo ha cambiado la forma en que los ejecutivos principales fiscalizan el desarrollo de sus empresas, sino también la forma en que la administran.

El EVA está marcando una diferencia en el mundo de los negocios, ya que permite a las empresas que lo implantan optimizar la gestión y aumentar la riqueza que generan. De acuerdo con la experiencia de empresas tales como Coca Cola, ATT, Siemens, Unilever, Marriot, entre muchas más, las principales ventajas de esta herramienta son:

- * Puede aplicarse a cualquier tipo de empresa, no importando su actividad o tamaño.
- * Su cálculo no requiere de complejidades, siendo por tanto fácil y rápido de comprender y aplicar.
- * Permite medir de una forma más precisa la riqueza que se obtiene, desde la perspectiva de los accionistas.
- * Permite evaluar cualquier departamento, unidad de negocios o filial de una empresa.
- * Es fácilmente comprensible por parte de cualquier directivo o empleado.
- * Posibilita una medición altamente efectiva a los efectos de su aplicación como sistema de incentivos monetarios para los directivos y empleados de la organización.
- * Evita prácticas cortoplacistas que terminan deteriorando en el mediano y largo plazo la performance de la compañía.

El EVA es el resultado de restar a los beneficios ordinarios de la empresa o unidad de negocios, antes de intereses y después de impuestos, el producto de multiplicar el valor contable del activo por el coste promedio del pasivo. Otra forma de calcularlo es multiplicando el valor contable del activo por la diferencia entre la rentabilidad del activo y el coste promedio del pasivo.

Al centrar la atención en las ganancias que quedan después de deducir el costo de todo el capital, el EVA revela el verdadero desempeño de una compañía suministrando a sus ejecutivos una información financiera nueva y más valiosa que podrán aplicar en la toma de sus decisiones empresariales, desde la adquisición o enajenación de activos hasta la planificación de mercado, la elaboración de presupuestos para proyectos y la creación de productos.

Si bien el vincular la remuneración de los empleados a una constante mejora en base al EVA puede llegar a generar resultados asombrosos, mucho más lo es si combinamos el EVA con el sistema de mejora continua Kaizen.

Por lo pronto podemos decir que Coca Cola viene utilizando el sistema EVA desde hace más de veinte años, logrando durante este período ser una de las empresas de mayor crecimiento y rentabilidad a nivel mundial. Claro está que no fue el EVA por sí sólo que permitió tan importantes resultados, pero el mismo sirvió de guía en la toma diaria de decisiones en cuanto a temas de marketing, producción y finanzas.

Desde fines de la década del 80, más de 500 empresas de primer nivel han adoptado el modelo de administración integral creado por Stern Stewart, viéndose recompensados con aumentos de alto nivel en sus rendimiento.

Cómo antes se dijo, muchas empresas japonesas y americanas combinaron el EVA con sistemas de mejora continua, entre ellos el Kaizen, o el Just in Time, logrando de tal modo medir de mejor manera los logros obtenidos, además de recompensar y motivar al personal por tales obtenciones.

A nivel latinoamericano empresas como Vitro de México, Brahma y Globopar de Brasil, Sanford de Colombia y la principal embotelladora de Coca Cola en Latinoamérica (Panamco) hicieron punta en la implementación del EVA.

Objetivos del EVA.-

Con la utilización del EVA se trata de solventar una gran parte de las limitaciones presentadas por otros instrumentos de medición tales como:

- * El precio de mercado de las acciones
- * El beneficio neto
- * El dividendo
- * El flujo de caja
- * La rentabilidad sobre la Inversión o sobre Activos

* La rentabilidad sobre fondos propios

De tal forma el EVA tiene entre sus características y beneficios:

* Poder ser calculado para cualquier tipo de empresas, no importando su actividad, ni tamaño.

* Poder aplicarse tanto a una empresa en su totalidad, como a sus unidades de negocios por separado.

* En su cálculo se toman en consideración todos los costos que se producen en la empresa, entre los cuales se encuentra el costo del capital aportado por los propietarios.

* Toma debidamente en consideración el riesgo con que opera la empresa.

* Contribuye a desanimar prácticas y políticas que perjudiquen a la empresa tanto a corto como a largo plazo.

* Reducir el impacto que la contabilidad creativa puede tener en ciertos datos contables, como los beneficios.

* Ser fiable al tratar de comparar los datos de diversas empresas.

* Es fácil y rápido de calcular.

* Presenta un alto nivel de claridad.

Estrategias para aumentar el EVA.-

Existen cinco formas de generar un mayor valor económico agregado consistentes en:

1. Mejorar la eficiencia de los activos actuales. Se trata de aumentar el rendimiento de los activos sin invertir más, lográndose ello mediante el incremento de los precios de venta, o de una reducción de los costos, o bien de ambas medidas simultáneamente, siendo otra posibilidad el aumento en la rotación de los activos.

Se ve en ello claramente las amplias repercusiones que tiene el aplicar el Kaizen o el Just in Time como forma de reducir costos, aumentar la rotación de los activos mediante una disminución sistemática de los inventarios, y la posibilidad de lograr un aumento en los precios gracias a un mejoramiento sustancial en los niveles de calidad y servicio al cliente.

2. Reducir la carga fiscal mediante una planificación fiscal y tomando decisiones que maximicen las desgravaciones y deducciones fiscales.
3. Aumentando las inversiones en activos que rindan por encima del costo del pasivo.
4. Mediante la reducción de activos, a los efectos de disminuir el monto sobre el cual se aplica el costo de financiación.
5. Reducir el costo promedio del pasivo para que sea menor la deducción que se hace a los beneficios antes de Intereses y después de Impuestos).

Aplicando una estrategia que permita una combinación adecuada de las formas de incrementar el EVA, puede lograrse importantes incrementos en beneficio tanto de los accionistas o propietarios, como de los directivos y empleados de la empresa.

El Valor de Mercado Añadido.-

El EVA se complementa con otro indicador que toma debidamente en consideración las perspectivas futuras de la empresa. Este indicador se denomina Valor de Mercado Añadido, calculándose el mismo a partir del precio de mercado de las acciones. Este precio toma en cuenta la posible generación de ingresos futuros, motivo por el cual es recomendable la utilización conjunta del EVA y el VMA (Valor de Mercado Añadido), dado que el primero se enfoca en la capacidad de generación de ingresos del año transcurrido, en tanto que el segundo no sólo se basa en los ingresos ya acaecidos, sino que además mide la capacidad de generar flujos positivos de ingresos en el futuro.

Una diferencia importante entre el EVA y el VMA se da en que el primero se calcula sin considerar los resultados extraordinarios, en tanto que el VMA aumenta cuando la empresa obtiene resultados extraordinarios positivos, y disminuye cuando se producen pérdidas extraordinarias.

Este VMA se calcula restando al valor de mercado de las acciones el importe que los accionistas aportaron a la empresa. El valor de mercado de las acciones es la cotización de las mismas en la bolsa. (Para aquellas empresas que no coticen en bolsa deberán contar con una oferta de compra de la empresa a los efectos de su cálculo).

La mejor forma de incrementar el Valor de Mercado Añadido consiste en las mismas estrategias y técnicas aplicadas para aumentar el valor del EVA.

Es justamente el EVA un instrumento financiero sofisticado pero al mismo tiempo fácil de emplear a los efectos de lograr los objetivos arriba apuntados, sino además una poderosa herramienta que fomenta una mayor participación de los empleados y genera los incentivos para la mejora continua.

El hecho de ser fácil de comprender por parte de cualquier directivo, la posibilidad de ser calculado por cualquier empresa más exista de su tamaño y tipo de actividad, el hecho de tener en consideración la totalidad de los recursos y el costo de los mismos y, el permitir que los directivos puedan con ésta información no sólo gestionar los beneficios sino también los activos existentes en la empresa, son algunas de las más importantes y fundamentales ventajas a las cuales contribuye la implementación del EVA.

La combinación del EVA con el Kaizen produce una sinergia generadora de importantes beneficios para la empresa. A ésta nueva modalidad de gestionar la empresa la denominamos “K + E”, y numerosas empresas tanto en Japón cómo en Occidente ya están cosechando los resultados de tal estrategia de gestión

La reingeniería de negocios puede generar un salto cuantitativo en el EVA, pero sólo la Mejora Continua puede consolidar, mantener y ampliar el valor del EVA en el largo plazo, por ello la íntima relación entre el EVA y el Kaizen.

v. Conclusión

Esta tesis analiza la manera óptima en que la empresa puede incentivar al insumo trabajo, que incluye gerentes y trabajadores, para que pongan su máximo esfuerzo en beneficio de la compañía en que trabajan.

Esto es un asunto importante, ya que en todas las compañías existe un conflicto de intereses entre los dueños, los gerentes y los trabajadores.

De acuerdo a lo anterior, un importante desafío de la administración estratégica consiste en determinar cuál es la combinación de actividades que maximizan el valor de la empresa. Los diferentes enfoques nos han mostrado que estas actividades no se refieren sólo a las que podemos llamar actividades físicas, sino que también a aspectos tales como las rutinas, procedimientos, recursos humanos y lenguaje dentro de la organización.

La solución general que ofrece la teoría de las agencias es que el principal diseñe un contrato para el agente que mejor refleje los intereses del principal.

CAPITULO V

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Todo lo expuesto en este trabajo, determina la necesidad de validar los conceptos relativos a la teoría de las agencias, a través de construir información para un caso de estudio específico de una empresa del medio ecuatoriano, en el cual, cuya resultante sea poder definir el valor de la empresa en el contexto de integrar en el esquema de contratación y remunerativo de los agentes (administradores), los conceptos anotados y medir el valor económico añadido.

Sin embargo la presencia de externalidades imposibilitó el poder recabar información mínima para poder realizar el planteamiento de la hipótesis de este trabajo.

Efectivamente, elementos tales como el celo empresarial, en el sentido de no proporcionar información de estados financieros, de nómina de administradores y directivos, estatutos, mecanismos de remuneración, de figuras de contratos laborales, impidieron poder verificar la incidencia de la estructura societaria en el valor de las empresas.

La mayoría de autores analizados en este trabajo, consideran que mientras que los directivos quedan conceptuados como personas que van en busca de poder, prestigio y dinero, y por ello tratan de imponer a la empresa unos objetivos más acordes con los suyos propios y consistentes con sus propias motivaciones, los accionistas están interesados sólo en los beneficios.

Para tratar de minimizar los costos de empresa como consecuencia de la delegación de la toma de decisiones en los directivos profesionales, aparece un conjunto de líneas de investigación que se agrupan en torno al concepto de gobierno corporativo o gobierno de la empresa, entendido como el sistema a través del cual los negocios corporativos son dirigidos y controlados, donde se especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes en la corporación y se establecen las reglas y procedimientos para la toma de decisiones; o, más concretamente, integración de controles externos e internos que armonicen el conflicto de intereses entre accionistas y directivos resultante de la separación entre la propiedad y el control.

Los conceptos que están detrás de la teoría de las agencias son centrales para la administración estratégica.

La capacidad de entender la existencia y los límites de la empresa ayuda a tomar decisiones tales como cuándo abrirla y cuándo realizar ajustes a su límite y ámbito de acción. Así, cuando un empresario decide establecer una empresa lo hace, porque estima que la producción interna de un bien o servicio puede ser más eficiente (principalmente en términos de costos) que la obtención de este bien o servicio a través del mercado.

En conclusión, el interés de los accionistas proporciona una guía de actuación que necesariamente habrá de desarrollarse respetando las exigencias impuestas por el derecho, cumpliendo de buena fe las obligaciones contractuales explícitas e implícitas concertadas con otros interesados (trabajadores, proveedores, acreedores, clientes, etc.) y, en general, observando aquellos deberes éticos que razonablemente sean apropiados para la responsable conducción de los negocios.

Dado que la información no está automáticamente disponible para el principal, el contrato basado en las acciones del agente deberá especificarse en términos de resultados que el principal pueda observar fácilmente.

En relación a la importancia de la complementariedad entre las actividades o activos de la empresa en la determinación de sus límites, prácticamente todos los enfoques coinciden en que conviene relativamente más extender los límites de la empresa en la medida que las actividades o activos hacia los que se integraría sean complementarios con las actividades actuales de la empresa.

Esta conclusión se puede entender analizando los dos pilares básicos que determinan la existencia y los límites de una empresa: los costos de coordinación de producir internamente y los costos de transacción de pasar por el mercado.

Mientras más complementaria sea cierta actividad o activo con las realizadas por la empresa, menor debiese ser el costo de coordinar internamente esa actividad con las otras actividades de la empresa y mayor debiesen ser los costos de transacción de adquirir esa actividad en el mercado, ya que una mayor complementariedad involucra mayores rentas, y la consecuente aparición del problema de oportunismo.

La teoría de las agencias no plantea linderos para la organización ya que no hace diferencias entre transacciones internas y externas.

Las empresas están habidas de nuevos instrumentos y sistemas que faciliten no sólo el cálculo de su capacidad de generar valor sino además de utilizar ésta a efectos de incentivar y motivar a sus directivos, gerentes y empleados en pos de lograr el incremento consistente y a largo plazo en los ingresos y capitales aportados por los accionistas y propietarios de las mismas.

Por otra parte llevar a cabo la mejora continua no sólo requiere de mediciones de productividad, calidad, costos e índices de satisfacción, sino además resulta imprescindible contar con valores a partir de los cuales puedan instrumentarse medios idóneos para la motivación e incentivación de los directivos y empleados, haciendo coincidir el interés de éstos con los de los accionistas y propietarios.

Un razonamiento similar surge cuando un empresario decide expandir o aminorar la integración vertical de su empresa o entrar en una nueva línea de negocio.

Esta tesis analiza la manera óptima en que las empresas podrían incentivar al insumo trabajo, que incluye gerentes y trabajadores, para que pongan su máximo esfuerzo en beneficio de la compañía en que trabajan. Esto es un asunto importante, ya que en todas las compañías existe un conflicto de intereses entre los dueños, los gerentes y los trabajadores.

De acuerdo a lo anterior, un importante desafío de la administración estratégica consiste en determinar cuál es la combinación de actividades que maximizan el valor de la empresa. Los diferentes enfoques nos han mostrado que estas actividades no se refieren sólo a las que podemos llamar actividades físicas, sino que también a aspectos tales como las rutinas, procedimientos, recursos humanos y lenguaje dentro de la organización.

La solución general que ofrece la teoría de las agencias es que el principal diseñe un contrato para el agente que mejor refleje los intereses del principal.

BIBLIOGRAFIA

- JENSEN, Michael. MECKLING, William. La Teoría de la Firma. Mc Graw Hill. Nueva York. Primera Edición.
- STERN, Joel. El Desafío del EVA. Editorial John Wiley. Nueva York. Primera Edición.
- GITMAN, Lawrence. Fundamentos de Administración Financiera. Editorial Harla. México. Sexta Edición.
- WESTON, Fred. COPELAND, Thomas. Finanzas en Administración. Mc Graw Hill. México. Novena Edición.
- ROSS. WESTERFIELD, Stephen. JAFFE, Jeffrey. Finanzas Corporativas. Mc Graw Hill. México. Cuarta Edición.
- DIEZ DE CASTRO, Luis. MASCAREÑAS, Juan. Ingeniería Financiera: La gestión en los mercados internacionales. Mc Graw Hill. Madrid. Segunda Edición.
- FERNANDEZ, Pablo. Valoración de empresas. Gestión 2000. Barcelona. Segunda Edición.
- FAUSS, Josep. Políticas y decisiones financieras para la gestión del valor en las empresas. IESE. Barcelona. Segunda Edición.
- CALL, Steven. HOLAHAN, William. Microeconomía. Grupo Editorial Iberoamérica. México. Segunda Edición.
- CODIGO DEL TRABAJO. Corporación de Estudios y Publicaciones. Actualizado a Agosto de 2007.
- RODRIGUEZ, María Gracia. Restricciones financieras en un contexto de asimetrías informativas. Estudios de Economía Aplicada. Volumen 18. Número 002. Agosto 2001. Madrid.
- RAPPAPORT, Alfred. Ten ways to create shareholder value. Harvard Business Review. Septiembre 2006.

- CALVAS-MERCADO, Alberto. Medición de la Creación de Valor Económico en la empresa. Acus Consultores. México. 2001.
- REVISTA INFOMERCADOS. Número 19. Diciembre 2006. Bolsa de Valores de Quito. Ecuador.
- REVISTA ENTREPRENEUR. Volumen 16. Número 5 2008. Grupo Editorial Impresiones Aéreas. México.
- www.auladeeconomia.com
- www.degerencia.com/tema/finanzas_corporativas

ANEXOS