



**UNIVERSIDAD NACIONAL DEL SUR**

TESIS DE DOCTOR EN ADMINISTRACIÓN

*“LOS SISTEMAS DE INFORMACIÓN DE LA  
FIRMA”*

*“LA VALORACION DE LOS INTANGIBLES Y  
CAPACIDAD PREDICTIVA DE LOS INFORMES:  
MÁXIMOS DESAFÍOS PARA LA DISCIPLINA  
DURANTE LOS PRÓXIMOS AÑOS”*

Mg. C.P. Jorge Luis Trillini

BAHÍA BLANCA

ARGENTINA

2012

## **PREFACIO**

Esta tesis se presenta como parte de los requisitos para optar por el grado Académico de Doctor en Administración, de la Universidad Nacional del Sur y no ha sido presentada previamente para la obtención de otro título en esta Universidad u otra. La misma contiene los resultados obtenidos en investigaciones llevadas a cabo en el ámbito del Departamento de Ciencias de la Administración, durante el período comprendido entre el 13 de mayo de 2008 y el 2 de julio del 2012, bajo la dirección de los Doctores Jorge Pazzi y Hernán Vigier.



UNIVERSIDAD NACIONAL DEL SUR

Secretaría General de Posgrado y Educación Continua

La presente tesis ha sido aprobada el     /     /     , mereciendo la  
Calificación de .....(.....)

## **Agradecimientos**

Como siempre, detrás de una tarea de investigación – cualquiera sea la profundidad de ella- siempre hay personas que contribuyen a incentivar el esfuerzo personal. En mi caso particular, en primer lugar está mi esposa – que a nuestra edad, ya madura- soportó y alentó cuanto fuera necesario para que prosiguiera en la tarea realizada en horas quitadas al descanso. En segundo término, al Dr. Gastón Milanesi quien tuvo la paciencia necesaria, para sostener siempre una actitud de apoyo y guía incondicional. Y particularmente, a los Doctores Jorge Pazzi y Hernán Vigier, quienes en todo momento estuvieron a disposición con sugerencias e indicaciones para orientar la tarea. También lo hago extensivo a la Licenciada Fernanda Villareal, porque sin su aporte me hubiera sido imposible aplicar e interpretar la información estadística reunida para este trabajo.

## **Resumen**

No resulta novedoso afirmar que vamos a pasos agigantados hacia una sociedad donde el conocimiento será el factor determinante de su desarrollo. Esto no implica una ruptura con los principios económicos tradicionales, sino un énfasis en la utilización del conocimiento en todas sus vertientes: información, investigación e innovación, como factor de la producción y variable determinante del crecimiento.

Nunca como hasta ahora, los fundamentos centrales de las actividades humanas se sustentan en un recurso clave y único como es el producto de nuestra capacidad de innovación y de procesamiento de la información. Antes se discutía sobre cual, entre varios factores de producción, era el que contaba con un peso relativo mayor. Hoy tal discusión ha desaparecido y solo resta entender cómo afrontar los desafíos que nuestras necesidades nos imponen, a partir de lo que la mente humana puede desarrollar en función de los nuevos sistemas de información.

En el ámbito de la empresa, esta situación ha generado una revolución sin precedentes. La mayoría de los activos que crean valor, carecen de sustancia física y por ende, de reconocimiento contable y con crecientes dificultades para su detección, control y gestión.

Es por ello, que surgen vías de información complementaria a los estados financieros, como los Informes de Capital Intelectual (ICI), herramienta de suma importancia a pesar de la falta de uniformidad en sus contenidos, producto de barreras originadas en la ausencia de una normativa de aplicación general, como lo constituyen para otros

aspectos aquellos requerimientos exigidos por la International Accounting Standards Committee (I.A.S.C.).

La importancia de los activos intangibles en la generación de rentabilidad, afecta los conceptos básicos de la estructura de capital de las empresas y de las distintas teorías que surgieron posteriormente para mejorar el esqueleto intelectual propuesto por Modigliani y Miller.

El tratamiento contable del valor intelectual (o sin sustancia física) generado internamente, ya sea como erogaciones o como inversiones, arroja un reconocimiento diferente en los balances, alterando drásticamente la generación de resultados y modificando la predicción de la información financiera. Existen fuertes discrepancias a la hora de decidir la capitalización de los intangibles.

El paradigma consistirá en lograr que los sistemas de información, identifiquen, valoricen y permitan gestionar a los intangibles. Hoy sabemos de su peso en la determinación de la rentabilidad y con los sistemas rudimentarios actuales, no podemos asumir esa tarea.

La primera parte contiene una descripción de la importancia que ha sido para la disciplina, la tarea impuesta ante la necesidad de detectar, medir y gestionar los Activos Intangibles. Se plantean aquí los objetivos de la investigación y los caminos a recorrer.

En la segunda parte analizamos relación entre ventajas competitivas e información. La capacidad del sistema de información contable para suministrar datos para toma de decisiones. Las ventajas y limitaciones del uso de los ratios y las diferencias entre la contabilidad básica y la gerencial.

En la tercera parte, desde la mirada de la Teoría de Recursos y Capacidades, estudiamos el impacto de los intangibles en la rentabilidad de las empresas, su detección, valoración y gestión y como inciden en los sistemas de información los problemas de información asimétrica.

En la cuarta parte hacemos referencia a las dificultades inherentes a la formulación de la propuesta, teniendo en cuenta que se investiga sobre elementos intangibles, que requieren detección, valoración y gestión. El Informe del Capital Intelectual (ICI) aparece como un primer intento para proponer caminos a seguir.

En la quinta parte se trabaja con regresión múltiple, en series de tiempo, donde la variable dependiente (ROE) se compara con una combinación de variables estructurales y de resultado (ROA). Solo exponemos los resultados de las investigaciones.

En este mismo apartado, aplicando las mismas herramientas estadísticas, y también en series de tiempo, comparamos nuevamente una variable dependiente (ROA), con variables estructurales y de resultados (ROE). También se exponen casos, donde se toma como variable dependiente a una variable de resultado (ROA), frente a las independientes exclusivamente estructurales (AC/AT; Liquidez y Solvencia). Se exponen los resultados de las investigaciones estadísticas.

Finalmente, a través de las mismas herramientas, intentamos poner a prueba la nueva teoría de la firma, denominada “Recursos y Capacidades de la Empresa” “ResourceBased View”, sostenida -entre otros argumentos- en la idea de que todas las empresas son diferentes entre sí, resultado de rutinas propias de cada una de ellas. Una comprobación vital de este argumento, ha sido afirmar que la varianza en las rentabilidades de las empresas de un

sector, es mucho mayor que la varianza de ese ratio entre las empresas de distintos sectores económicos.

Por último, se vuelcan las conclusiones a las que se arriban en este trabajo.

Palabras Clave: Activos Intangibles, valuación, estructura financiera, conocimiento, sistemas informativos contables, teoría de Recursos y Capacidades.

*“.....no es la Verdad, sino la Opinión, la que puede viajar por el mundo sin pasaporte. Porque de otro modo, y si no hubiera tantas formas internas de la mente como figuras externas de hombres, habría entonces alguna posibilidad de persuadir por boca de un abogado, e incluso por la sola equidad.....no existiendo nada en que tanto triunfe la naturaleza como en la disimilitud. De donde proviene que haya tan gran diversidad de opiniones: tan fuerte contrariedad de inclinaciones; tantos afectos y pasiones naturales y antinaturales, sensatos e insensatos, varoniles y pueriles, entre los hombres mortales”.*

*Sir Walter Raleigh: History of the World (prefacio), 1614 (eds. 1677, 1820)*



## **ABSTRACT**

*The information systems of the companies are overflowed, by the increase of uncertainty in the markets, caused by their own instability and the increasing weight of the intangible denominated ones in the generation of the competitive advantages. The importance of the intangibles assets in the yield generation, affects the basic concepts of the structure of capital of the companies and the different theories that arose later to improve the intellectual skeleton proposed by Modigliani and Miller.*

*The countable treatment of the intellectual value (or without physical substance) generated internally , or like costs or investments, drastically throws a different recognition in the balance, altering the generation of results and modifying the prediction of the financial information. Strong discrepancies at the time of deciding their capitalization of the intangible ones exit.*

*This dilemma has put to the corporative finances in its greater challenge the last year. In addition, the central study of this investigation puts en doubt an idea that has been one of the paradigms of the analysts – as much financiers as of the administration, consisting of the importance of the analysis of the countable states like predicting –with some degree of certainty future behaviors of an organization.*

*The challenge consist at the same time of a transformation of the informative systems, inasmuch as the yield rests mostly on intangible not entered- with probabilities future behaviors of the market in general, but no sustainable application for a company in individual.*

***Key Words: Intangibles assets, valuation, Leverage, Financial Structure, the know- ledge, forecast errors, accounting informative systems, the Resource- Based View of the Firm.***

## INDICE GENERAL

<i>Prefacio</i>	2
<i>Agradecimientos</i>	3
<i>Resumen</i>	4
<i>Abstract</i>	9
<i>Indice de la Obra</i>	11
<b>Parte 1- CONSIDERACIONES PREVIAS</b>	
1-1 Fundamentos	14
1-2 Estado Actual del Conocimiento	15
1-3 Objetivos de la Investigación	16
1-4 Hipótesis de trabajo y Marco teórico	22
1-5 Metodología de la Investigación utilizada	23
1-6 Identificación, medición y gestión de los Activos Intangibles	23
<b>Parte 2: ESTADO DEL ARTE</b>	
2- Información Asimétrica y el S.I.C.	29
2-1 Información Asimétrica	29
2-2 Competencia Imperfecta e Información Asimétrica	30
2-3 La Ventaja Competitiva y la Información Asimétrica	32
2-4 El Sistema de Información Contable (SIC)	37
2-5 Uso de Ratios	38
2-5-1 Variables de Flujo y variables de Stock	39
2-5-2 Causas y Consecuencias	40
2-6 Contabilidad básica y Contabilidad gerencial	42
2-7 Administración financiera	46
<b>Parte 3: TEORÍA DE LA FIRMA</b>	
3- Cambio de Paradigma	49
3-1 El Enfoque tradicional y sus problemas	49
3-2 Supuestos básicos	50
3-3 Concepto sobre Recursos y Capacidades	53
3-4 Recursos, Capacidades y la obtención de Rentas	56
3-5 Equilibrio y Racional	58
a- Equilibrio	58
b- Racionalidad	59
3-6 Problemas metodológicos	64
3-7 Algunas conclusiones preliminares	66
3-8 Activos Intangibles: su determinación.	73
1- Invisibles	73
2- Poco cuantificables	74
3- No los refleja el SIC	74
4- Apreciación ( y no depreciación) por su uso	74
5- Inexistencia de mercado	74
6- Lentitud en su acumulación	75
7- Indefinición de los derechos de propiedad	75
8- Valor de liquidación casi nulo	75

<b>4- Propuesta Analítica</b>	
<b>4-1 Dificultades acerca de su formulación</b>	<b>76</b>
<b>4-2 Informe del Capital Intelectual (ICI)</b>	<b>77</b>
<b>4-2-1 Algunas Limitaciones</b>	<b>79</b>
<b>4-2-2 Información asimétrica, sector financiero y el SIC</b>	<b>81</b>
<b>4-3 El cuadro de mando integral</b>	<b>88</b>
<b>4-3-1 Ejemplo del Informe del Capital Intelectual</b>	<b>89</b>
<b>Parte 4: Núcleo de la Investigación</b>	
<b>5- Conclusiones de Análisis de variables y Regresión Múltiple</b>	<b>92</b>
<b>5-1 Información seleccionada</b>	<b>92</b>
<b>a- Por empresa y por trimestre</b>	
<b>b- Por trimestre y uso de ratios</b>	
<b>c- Por año y por sector económico</b>	
<b>d- Estimación de intervalos de confianza, prueba de hipótesis análisis de varianza y regresión múltiple</b>	
<b>5-2 Análisis de variables</b>	<b>96</b>
<b>5-2-1 Por empresa y por trimestre (12 años)</b>	<b>96</b>
<b>a- Variabilidad en el ROA</b>	<b>97</b>
<b>b- Variabilidad en el ROE</b>	<b>97</b>
<b>c- Sectores económicos</b>	<b>98</b>
<b>5-3 Temas emergentes</b>	
<b>5-3-1 La Q de Tobin y los activos líquidos</b>	<b>100</b>
<b>5-3-2 Estructura financiera por tamaño</b>	<b>103</b>
<b>5-3-3 Estadística por sector económico</b>	<b>109</b>
<b>5-3-4 Comparación de varias muestras: ANOVA</b>	<b>110</b>
<b>5-3-5 Regresión Múltiple</b>	<b>114</b>
<b>5-3-6 Regresión Múltiple con ratios estructurales</b>	<b>117</b>
<b>a- Variable ROA e independientes Solvencia, Liquidez y (AC - PC) / AT</b>	<b>117</b>
<b>b- Variable ROE e independientes ROA, Solvencia y Liquidez</b>	<b>118</b>
<b>5-3-7 Vinculación préstamos y tasas, con porcentaje de endeudamiento de las empresas (MERVAL)</b>	<b>118</b>
<b>5-4 Síntesis de los temas tratados</b>	<b>122</b>
<b>5-4-1 Dificultades en la valuación de una empresa en mercados emergentes</b>	<b>122</b>
<b>5-4-2 Información asimétrica y sus efectos en los mercados financieros</b>	<b>127</b>
<b>5-4-3 Estructura del Capital : cómo influyen los intangibles</b>	<b>132</b>
<b>5-4-3-1 Activos intangibles (reconocidos en el balance)</b>	<b>138</b>
<b>5-4-3-2 Activos intangibles (no reconocidos en el balance)</b>	<b>140</b>

<b>5-5 Teoría de Recursos y Capacidades (TheResourceBased View).</b>	<b>142</b>
<b>6- Consideraciones Finales</b>	<b>146</b>
<b>6-1 Una Mirada desde la nueva Teoría de la Firma</b>	<b>146</b>
<b>6-2 Vinculación entre Variables Macro y Rendimiento Empresario</b>	<b>146</b>
<b>6-3 Valor Predictivo de los Ratios Estructurales y Financieros</b>	<b>147</b>
<b>6-4 Conclusiones Centrales</b>	<b>152</b>
<b>6-5 Líneas de Investigaciones Futuras</b>	<b>156</b>
<b>Bibliografía</b>	<b>160/175</b>

**Anexo I : Investigaciones Estadísticas**

## **Parte 1 -CONSIDERACIONES PREVIAS**

### **1-1 Fundamentos**

Es un fenómeno conocido que bajo determinadas circunstancias, algunos agentes enfrentan dificultades para obtener financiación en los mercados financieros institucionales.

Los problemas de acceso a esos mercados, que se hacen más agudos en el caso de las PyMEs, han sido ampliamente tratados por la literatura, y existe consenso acerca de que se tratan de cuestiones vinculadas a problemas de información imperfecta e incompleta.

Stiglitz, J. y Weiss, A. (1981)<sup>1</sup> descartaron los supuestos de información perfecta y por ende, mercados completos; por lo que pueden obtenerse equilibrios con racionamiento de crédito para algunos agentes.

En la investigación se buscó establecer cuál sería el grado de vinculación entre esas dificultades de acceso al financiamiento, la estructura del capital y el tamaño de esas empresas, teniendo en cuenta que los sistemas de información tradicionales no son aptos para captar a los activos intangibles, asumiendo que hoy son estos activos los que hacen a las empresas diferentes entre sí.

La población objetivo incluida en este trabajo son las grandes empresas y algunos tipos de PyMEs.

---

▪ <sup>1</sup>Stiglitz, Joseph and Andrew Weiss (1981), "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", American Economic Review, Vol. 71 No. 3, June.

▪

## **1-2 Estado Actual del Conocimiento**

Se ha desarrollado un cambio de paradigma en el ámbito del estudio de las organizaciones. Por ejemplo, la literatura considera hoy que el centro de interés de la ciencia de la organización ha cambiado. Los conceptos Aprendizaje Organizacional, Gestión del Conocimiento y Medición y Gestión del Capital Intelectual, se consideran relevantes.

El peso creciente que muestran los activos intangibles en los activos de las empresas, está produciendo un cambio en la valuación y en la valorización de las empresas, con efectos en sus resultados.

Al mismo tiempo, ante la importancia de su número, la gestión y difusión del capital intelectual de las PyMEs, pasó a ser prioritario. El Tercer Informe Europeo sobre Indicaciones de Ciencia y Tecnología (TERSTI,2003)<sup>2</sup>, definió cuatro tipos de PyMEs<sup>3</sup>.

La población objetivo incluida en este trabajo son las grandes empresas y las PyMEs pertenecientes a los tres primeros grupos.

Hoy la literatura de la administración sostiene como hipótesis básica, que el capital intelectual es el “conductor invisible” en una economía basada en el conocimiento. Pero este no se muestra en la información tradicional que las empresas difunden. <sup>4</sup>

Si se consigue una mayor transparencia en el proceso de identificación y difusión del mismo, las relaciones entre empresas y potenciales prestamistas pueden mejorar, aumentando así la

---

<sup>2</sup>TERSTI, Third European Report on Science & Technology Indicators 2003, DGResearch, European Commission, 2003.

<sup>3</sup> 1- PyMEs de alta tecnología, incluyendo “start ups”. (las actividades de I+D son sus actividades principales).

2- PyMEs de mediano y bajo nivel tecnológico. (Realizan I+D intra o extra muros, pero no es su actividad principal).

3- PyMEs innovadoras que no desarrollan actividades de I+D.

4- PyMEs no innovadoras.

5-

<sup>4</sup>Nonaka, I. and Takeuchi H. (1995) The Knowledge – karting Company: How Japanese Companies Create the dynamics of Innovation. New York-Oxford U.P.

financiación disponible para las actividades de I+D y la innovación (M. Paloma Sánchez, 2007)<sup>5</sup>.

### **1-3 Objetivos de la Investigación**

Uno de los temas centrales en esta investigación, es el análisis sobre la composición Pasivo- Patrimonio Neto de las PyMEs y de las grandes empresas nacionales; Esto se propone porque el Sistema de Información Contable (SIC), no captura las diferencias entre el valor libros y el valor de mercado. Entonces, no queda claro como se cubre el requerimiento de los bancos, dada las normas del BCRA vigentes, para valorar eficientemente el valor y el riesgo de los activos financieros en los mercados.

Se plantean como dificultades y desafíos inherentes a la disciplina contable:

a- Que el SIC (normas de exposición y valuación de Estados Contables) <sup>6</sup> no suministra información sobre los valores intangibles y, en consecuencia, agrega una complicación adicional para verificar el grado de riesgo crediticio involucrado que deben afrontar los prestamistas institucionales.

b- Que los instrumentos de análisis provenientes del SIC, según los estándares institucionales, en su tarea de formular previsiones en los riesgos crediticios, no incorporan los intangibles emergentes de recursos y capacidades.

Como etapa previa para la constatación de supuestos, se utiliza la siguiente metodología de trabajo:

---

<sup>5</sup>Sánchez Muñoz, M.P. (2007). La gestión del conocimiento en las PYMES.Recomendaciones de la Unión Europea. En Corona, L. y Molero J. (Eds.) *Lainnovación en México y España*. Akal. Madrid

<sup>6</sup> Las disposiciones profesionales sobre unidad de medida, valuación y exposición, se uniforman a efectos de posibilitar comparaciones entre los estados contables, pero es una síntesis de la información provista por la contabilidad gerencial. Los evaluadores de riesgo tienen poco acceso a los controles internos que, aunque tradicionales, ofrecerían una mejor perspectiva sobre el riesgo crediticio.



1- En la economía del conocimiento, los intangibles representan el eje central del éxito o fracaso de las organizaciones. El conocimiento otorga rasgos diferenciados en la estrategia, estructura organizativa y en la gestión de los recursos humanos. Aquí se analizan las causas que originan las verdaderas ventajas competitivas de las organizaciones.

2- Se estudian los balances presentados por las empresas que cotizan en bolsa, tomando del panel aquellas que suministren mayor información de manera regular – eliminando a las sucursales locales de las tienen origen extranjero - y analizando estadísticamente su comportamiento en los últimos doce (12) años..

3- Para el análisis mencionado se utilizan dos tipos de metodologías: i) en primer lugar se recurre a las herramientas provistas por la estadística descriptiva; ( esto incluirá utilización e información estadística publicada por los organismos que tienen en cuenta el comportamiento del sector PyMEs, cuyo estudio es bastante reciente en nuestro país) y ii) en segundo término se usan bajo análisis crítico, herramientas convencionales sobre estructura de capital, basadas en la literatura básica de administración financiera.

4- El desarrollo apunta a la comparación de los resultados entre ambas concepciones (la primera tradicional, con la segunda, basada en el conocimiento), en la búsqueda de puntos de unión que fortalezcan la disciplina administrativa, tanto en la predicción como en la evaluación de los riesgos que implica la incertidumbre de los mercados.

Conviene recordar aquí, cuáles han sido los procedimientos de valuación y valoración que ha discutido la literatura.

Valuación absoluta: Procedimiento basado en decisiones consumo- inversión del agente, del cual derivan modelos de equilibrio general. Es una explicación objetiva sustentada en principios

económicos que hacen al comportamiento de las firmas en los mercados.<sup>7</sup>

Valuación relativa: Consiste en proponer el análisis del comportamiento de un activo, a partir del precio de otro u otros. Se utiliza poca información de los fundamentos económicos que forman los precios. Se los referencia con otros activos similares.

Se utilizan ambos métodos, por cuanto el primero en un proceso de valuación que referencia los activos a evaluar con los factores del mercado que generan valor y riesgo (nivel sistémico). Pero luego para asignar el riesgo único del negocio, se utiliza el segundo para referenciar la empresa objetivo con respecto a otras similares del sector.

Proceso de Valuación: Se propone determinar el valor intrínseco a partir de los atributos que crean valor para una firma. Consiste en el propósito de cuantificar el valor de una firma en particular, que interactúa en un sector. Importa por cuanto estudios empíricos nos dicen que la varianza de los rendimientos empresarios, es mayor entre empresas de un sector que entre aquellas que pertenecen a sectores diferentes. Existen posiciones teóricas dispares, en cuanto a cómo compiten las empresas entre sí y esto implica también un cambio en el procedimiento de análisis de estrategias, tácticas, evolución del sector y proceso de aprendizaje y de formación de capacidades de la firma en cuestión, con relación a ese sector.

Proceso de Valoración de Empresas: Es tarea de los analistas de mercado, donde en función de la información obtenida en el pasado, más el sustento de las variables económicas, determinan metodologías para fijar precios para los activos en análisis.

Los modelos de equilibrio utilizados para ello, no obstante los avances teóricos que permiten la construcción de estructuras ideales,

---

<sup>7</sup>Milanesi, Gastón S. (2008) Tesis doctoral en Ciencias de la Administración "Valuación de empresas en marcha en mercados emergentes", UNS.-

requieren condiciones mínimas que se han definido como un “Contexto CAPM”, donde Fornero R.,(2003), especifica: profundidad, diversidad, regulaciones, liquidez y *simetría de información*.

Ni siquiera los mercados altamente desarrollados pueden hoy afirmar que han eliminado los obstáculos para convalidar la existencia de información simétrica.

*La información es el núcleo central del sustento de cualquier teoría de los mercados.* Son los mercados los que destruyen o crean el valor de las empresas, en función de la información disponible. El precio o valor del mercado, es el resumen que está contenido en un juego que combinan rendimiento y riesgo.

El rendimiento es el resultado de variables combinadas (factores de producción) por el empresario que dispone de información (escasa) que le permite tomar decisiones solo satisfactorias (satisfacientes, según terminología de H. Simon). Y el riesgo también involucra al resultado, porque precisamente tampoco se dispone de toda la información sobre el comportamiento de los otros jugadores (la competencia y los consumidores, entre otros).

Es siempre la información (su escasez o su indisponibilidad) la que determina la propia existencia del empresario como elemento diferenciador (todos poseen conocimientos diferentes), de que exista un planeamiento estratégico (para suplir o acotar la falta de información y utilizar aquella que se dispone).

El valor de mercado otorga consistencia y coherencia a la articulación de medios a fines y a través de un plan de negocios, se traduce en rendimiento y riesgo. Pero es la ausencia o posesión de información la que traduce o modifica los valores de rendimiento y riesgo.

Toda la teoría de la administración financiera se sustenta en el nexo existente entre información (reportes financieros y de los

mercados) y los modelos de valuación. Pero estos solo predicen una fracción del valor intrínseco <sup>8</sup> e importa porque se transforman en el sostén del valor en el proceso de valuación.

En cambio, deja de lado la cuantificación del valor estratégico producto de la flexibilidad del activo, a partir del conjunto de opciones asociadas a la inversión considerada.

El punto central de lo afirmado precedentemente consiste en cómo obtener información que elimine la asimetría en el valor de esas opciones. Y es aquí donde los reportes financieros son incapaces de realizar esa tarea. No fueron ideados tampoco para cumplir con esa función.

La tasa de interés resume el precio que refleja la compensación exigida por los inversores como consecuencia de la postergación de consumos a cambio de invertir en activos financieros o reales.

Su valor intenta actualizar la corriente de fondos de un activo real y representa los riesgos asumidos: operativos, financieros, sistémicos, del sector y de la empresa. Conocemos los riesgos operativos, un poco de los financieros, bastante menos del sistema y casi nada del sector, por cuanto no sabemos cuál es el comportamiento futuro de los otros jugadores.

Retos en la Valuación: Un modelo ideal debe capturar las fuentes que generan valor, transformarlas en previsiones, asignarles valor monetario y traducir el resultado en dos parámetros: valor esperado y riesgo asociado.

En este contexto, aparecen dos problemas: i) determinar la corriente de ingresos futura, medida que permitirá determinar el valor

---

<sup>8</sup>Milanesi, Gastón S. (2008) Obra citada

de la empresa y ii) proyectar hacia un horizonte infinito. El primero por si solo determina un límite que por ahora no se puede alcanzar. Solo se conoce la utilidad / ingresos del ejercicio pasado.

La del año +1 puede estimarse bastante razonablemente, pero a partir de allí aumenta la incertidumbre en las predicciones. En cuanto al segundo problema, para obtener alguna respuesta, se estima calculando como valor terminal o de continuidad, introduciendo un error de estimación debido a la indefectible omisión de corrientes posteriores de ingresos.

La diferencia es conocida entre aquellos modelos denominados estáticos o dinámicos de las Finanzas Corporativas. Sin embargo, los segundos, si bien incorporan el valor de la flexibilidad estratégica, *no establecen como capturar la información necesaria.*

De cualquier manera, es un avance notable que permite destacar la necesidad de profundizar en los sistemas de información para lograr lo que en principio no es tan sencillo: que capacidades está desarrollando la firma objetivo para garantizar flujos futuros.

#### **1-4 Hipótesis de Trabajo y Marco Teórico**

Los estados contables están perdiendo capacidad para valorizar adecuadamente a las empresas, toda vez que se advierten divergencias, de uno u otro signo, entre el valor de mercado y el valor de libros de las mismas.

Por su parte, la incapacidad de los sistemas de información para reflejar los intangibles, oculta las oportunidades de negocios basadas en esos recursos.

El enfoque desarrollado, se ubica en las disciplinas Finanzas y Administración, por cuanto aborda temas que son contenidos tanto por la Teoría Financiera, la Teoría Contable, los Sistemas de Información y hasta la Teoría de la Firma, desde su nuevo enfoque “TheResource – Based View” (sus postulados se desarrollan en la Parte III y Parte IV, diferenciándose de aquella posición denominada Modelo Estructuralista).

#### **1-5 Metodología de Investigación Utilizada**

Según el enfoque del trabajo, la investigación propuesta aborda, desde el punto de vista, cuantitativo y cualitativo, los siguientes pasos:

- a- Estado del arte y sus interrogantes.
- b- Ventajas y deficiencias de los modelos tradicionales, tanto en la cuantificación del riesgo como en la probabilidad para anticiparse a una bancarrota.
- c- Ventajas y deficiencias de los informes de capital intelectual (modelos modernos y aportes de la teoría de la firma).
- d- Evidencia empírica, conclusiones y propuesta de caminos para futuras investigaciones.

## **1-6 Identificación, Medición y Gestión de Activos Intangibles**

El SIC tiene más de quinientos años de antigüedad y se puede afirmar que pocas aplicaciones del conocimiento del hombre, han mantenido su vigencia como este instrumento a través de los siglos.

Sin embargo, los desafíos actuales superan con creces todos sus aportes y han puesto a la disciplina contable en la tarea de diseñar una metodología que permita detectar los recursos que se basan en el conocimiento. Este no es mero ejercicio académico. La Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE) ha realizado estudios (1996) que demuestran que el mayor peso de las inversiones de las empresas, se ha inclinado a los activos no mensurables en forma tradicional.<sup>9</sup>

Para ello, solo basta observar el listado de las grandes empresas de los años 80 – la mayoría productora de bienes - frente el ranking de la última década, donde las que más han crecido en importancia, son las prestadoras de servicios, cuyos activos físicos son irrelevantes a la hora de valorizarlas. Esta señal es robusta para advertir el cambio de tendencia producido a nivel mundial.

Es necesario prestar atención al hecho que la determinación del valor de una empresa tiene- entre otros- dos condicionantes cuya incidencia se han agravado a partir de los 80:

- 1- La turbulencia del entorno crece y se hace cada vez menos previsible planear el largo plazo. Para decirlo de otra manera, el largo plazo es cada vez más corto, complejo y errático. Y esa turbulencia resulta determinante y al parecer, permanente, por cuanto los cambios provocados por la sociedad post- industrial,

---

<sup>9</sup> Es un organismo internacional creado por la Unión Europea después de la segunda guerra mundial para la reconstrucción de ese continente. Hoy tiene como misión, promover políticas que mejoren el bienestar económico y social de las personas. OECD, *Technology and the Economy. The key relationships*. París, 1992. OECD, "The Knowledge-Based Economy", Paris, OECD. OCDE/GD(96)102, 1996, son algunos de los trabajos sobre la importancia de los intangibles.

se constituyen en un factor difícil de ponderar para hacer previsiones acerca del futuro mediato.

Más aún, la oferta de productos homogéneos basamento de los mercados y de toda la teoría económica denominada tradicional, ha sido reemplazada por una economía de demanda un poco más selectiva y errática, con productos cuyos ciclos son cada vez más cortos y donde el precio, es una variable muy importante y pero no determinante, de su demanda en el mercado.

Esto configura un nuevo escenario, mucho más volátil y plantea a quienes trabajan en finanzas un desafío mayor. Tienen que valorizar proyectos y/o empresas, sustentados en información del pasado y frente a un futuro cada vez más errático e incierto.

La actualización de flujos de fondos, mensurando el riesgo de los mercados, con herramientas que la literatura ha perfeccionado en el tiempo -tales como el Modelo de Valoración de Títulos “activos de capital” en todas sus variantes- y el Modelo de Valoración por Arbitraje, parten en todos los casos con información de períodos anteriores.

En consecuencia, para ser más certeros, los analistas necesitan contar con información acerca del comportamiento de la empresa frente a las tendencias de los mercados que, por el momento, el SIC - o cualquier otro modelo de medición de información- no está en condiciones de brindar de manera confiable.

- 2- El segundo condicionante se refiere a que las ventajas competitivas de las organizaciones comienzan a sustentarse de manera creciente mucho más en los activos intangibles que en las inversiones tradicionales de capital. Es el conocimiento y la



información y no el recurso material, el que otorga una ventaja competitiva sustentable.<sup>10</sup>

Como ambos carecen de soporte físico se hace extremadamente difícil su identificación, medición y gestión.

Es la Teoría de Recursos y Capacidades de la empresa – cuyos fundamentos se discuten más adelante<sup>11</sup>– la que puso en evidencia la presencia del *conocimiento* como factor clave o recurso estratégico en la creación de valor de la empresa.

Se trata entonces de nuevos y distintos requerimientos de los sistemas de información, porque ha surgido la necesidad de detectar ventajas competitivas intangibles tácitas – generadas, auto gestionadas en la empresa o incorporadas por los RR.HH.- a diferencia del conocimiento explícito, que está codificado y resulta accesible para quien lo desea.

Por lo tanto, la realidad nos indica que las organizaciones siempre tendrán rendimientos distintos y se apartan de la postura de Michael Porter, (y de toda la corriente Estructura-Conducta- Desempeño) quien sostenía que en el largo plazo las diferencias en capacidades y ventajas competitivas entre las organizaciones eran imposibles de mantener.

---

- <sup>10</sup>Activos intangibles y Capital intelectual se usan en este escrito casi como sinónimos. Sin embargo, en la práctica se ha aplicado el primer concepto para todos aquellos activos sin soporte físico, basados en la información y el conocimiento. El capital intelectual, en cambio, es la identificación más usada para seleccionar las competencias basadas en la calidad de los recursos humanos.

-  
<sup>11</sup>La teoría tiene origen en trabajos de diversos autores. Entre otros, Penrose, E.(1959); Wernerfelt, B. (1984) indaga sobre los Recursos de la empresa; Grant, R. M. (1996), sobre el Conocimiento y Teece, D., Pisano G. , Shuen, A. (1997), sobre Capacidades Dinámicas. La lista es demasiado extensa como para describirla aquí.

Hoy se sabe que las organizaciones aprenden, se capacitan, se transforman y se convierten en una combinación única de recursos y capacidades heterogéneas.

Tal es así, que si se analizan dos firmas aparentemente iguales por el contenido de sus recursos físicos, es casi natural que tengan destinos diferentes. La circunstancia de que los activos intangibles sean precisamente invisibles, casi imposibles de codificar, convierte al SIC – en su actual configuración- en un instrumento insuficiente para determinar el valor/ riesgo que el mercado necesita para informar a los inversores.

También lo inhibe de conocer cuáles serían las posibilidades de la firma de generar valor agregado para los accionistas (shareholders) y los terceros participantes involucrados (stakeholders).

Existe una articulación entre los argumentos que se esgrimen y que vincula a los objetivos que la disciplina intenta abarcar. Si el SIC no resulta confiable para detectar cual es la posición futura de la empresa en el mercado, al no poder identificar, cuantificar y gestionar sus mayores recursos o ventajas competitivas, se deteriora la confiabilidad de los aportes de esta disciplina.

Si el riesgo es el origen de la variabilidad en el precio esperado de los activos y la información es la variable que lo disminuye, ¿ qué flujo de información adicional – diferente en contenido como en calidad- se debe suministrar para que ese riesgo alcance valores cada vez menores?.

Esa es la pregunta para la cual aún no existen respuestas. Al menos, respuestas que resulten ser cuestiones fuera de discusión.

De alguna manera, todos los países intentan compatibilizar sus normas contables con los criterios de la International AccountingStandardsBoard (IASB), <sup>12</sup>quien emite las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC) y las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Las primeras se refieren a normas de valoración y exposición, mientras que las segundas si bien hacen referencia al control patrimonial, imponen como objetivo de la información las perspectivas financieras futuras de una entidad.

La teoría clásica de la contabilidad ha pretendido que de sus informes surja información contundente para que el gerente tome una decisión y no otra, frente a un paquete de alternativas y además, que los balances justifiquen – en el mercado financiero- el porqué de un mayor o menor valor en sus cotizaciones. Hoy está en discusión de que se pueda garantizar esa pretensión.

Por lo tanto, es necesario diseñar un sistema diferente a partir de los nuevos requerimientos informacionales. Ya se han dado los primeros pasos y la OCDE, a través de diversos programas alienta su investigación. (MERITUM, 2001,2003, 2006).<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> Sucesora del IASC desde el 1 de abril del 2001, se convierte en el organismo responsable del desarrollo de las Normas Internacionales de Información Financiera, nuevo nombre de las normas internacionales de contabilidad.

ASC(1989), "Accounting for Goodwill", Statement of Standard Accounting Practice n°22, (revised), London: ASC (1990) "Exposure Draft 52,Accounting for Intangible Fixed Assets, London. International Accounting Standard Committee,(1998a), IASC n° 22 y (1998b) IAS n°38: Intangible Assets, London.

Los criterios de admisión son muy tradicionales. Para la IASC los intangibles deben ser identificables y controlables, con certeza en la generación de resultados y su costo verificado. Por eso, la mayoría de I&D, formación de RR.HH. y publicidad son gastos (no inversiones). Italia es entre los países comunitarios el más amplio. Existe toda una normativa internacional y nacional al respecto, que no se detalla porque su descripción excede tanto el propósito como la extensión de este trabajo.

<sup>13</sup> Los trabajos orientados hacia las PYMEs (SMEs), culminaron en el Proyecto RICARDIS *European Commission (2006) ReportingIntellectual Capital toAugmentResearch, Development and Innovation in SMEs (RICARDIS).*

El paradigma a resolver consiste en la manera de identificar, medir y gestionar a los activos intangibles, para incorporarlos al análisis táctico y estratégico. De todos los modelos originados por la OCDE, en sus recomendaciones MERITUM 2001, <sup>14</sup>el Informe de Capital Intelectual (ICI) parece ser una buena opción inicial de trabajo. Su propósito consiste en informar a terceros, sobre lo que está haciendo la organización para potenciar sus competencias esenciales: cuál es la **Visión/Misión** que se ha propuesto, que **Capacidades** considera necesarias para potenciar en función de aquellas y finalmente, cuales son los **Indicadores** que ofrece, para que el destinatario de la información, los tome como referencia para conocer el grado de avance efectivo de esa capacitación.

El ICI se presentará como información complementaria a los Estados Contables. Además, se aconseja agregar un anexo sobre gastos e inversiones de la organización, agrupados no en base a exigencias de tipo legal, sino en función de objetivos estratégicos perseguidos y en relación a los indicadores mencionados.

Por otra parte, para este trabajo, adquiere relevancia fundamental la aplicación del Cuadro de Mando Integral (C.M.I.), porque permite obtener la información no solo desde la óptica operacional y financiera (tradicionales), sino desde una perspectiva acorde con objetivos de productividad y crecimiento, donde en este último indicador se lo puede relacionar con los avances que se quieren obtener en el mejoramiento de los intangibles. <sup>15</sup>

---

<sup>14</sup>MeritumProyect (2001) "Guidelins for managing and reporting on intangibles (intellectual capital report).Jun.

<sup>15</sup>El CMI (Kaplan, R. y Norton, D., 1992)Pretende -con información tradicional- poner en un tablero de comando, indicadores acerca del funcionamiento de una empresa, que incluye no solo la perspectiva financiera y de los clientes, sino las capacidades y grado de satisfacción de los empleados y su vinculación con los objetivos estratégicos. Publicado en Harvard Business Review (1992).Posteriormente, publican "The Balance Scorecard :Traslating Strategy into Action", Harvard Business Scholl Press, Boston, 1996.

## **Parte 2 - ESTADO DEL ARTE**

### **2-INFORMACION ASIMÉTRICA Y EL S.I.C.**

#### **2-1 Información Completa y Perfecta**

La denominación *información completa* es un término utilizado en economía y, particularmente, en la teoría de los juegos. En ese caso, cada jugador conoce las recompensas y estrategias disponibles de todos los participantes. Es una de las condiciones previas para que un mercado sea competitivo y eficiente. Sus fundamentos forman parte de la teoría económica cuando pretende validar sus supuestos, con la presencia de un mercado donde sus jugadores actúan racionalmente. Si no existe esa precondition, sus jugadores no pueden predecir el efecto que sus acciones tendrán en los otros jugadores.

En cambio, el concepto de "*información perfecta*" no es similar. El primero se refería al estado del conocimiento sobre la estructura del juego, pero no necesariamente al conocimiento de su desarrollo posterior.

En el caso del típico problema del "dilema del prisionero". Tenemos información completa, pero sin embargo también lo es de información imperfecta porque no conocemos las acciones futuras del otro jugador.

Es más difícil encontrar ejemplos de información perfecta pero *incompleta*. Ocurre cuando conocemos las estrategias y por ende, todos los posibles movimientos del adversario, pero no sabemos cuál es la función de recompensas del otro jugador.

En palabras más concretas, un juego será de "información perfecta" si todos los jugadores conocen los movimientos que han efectuado previamente los otros jugadores. Solamente, entonces, los juegos secuenciales pueden ser juegos de información perfecta. En los juegos simultáneos, los jugadores desconocen las acciones del resto.

Por lo tanto, la mayoría de los juegos estudiados en la teoría de los juegos son de “información imperfecta”.

Por su parte, los juegos serán “*simétricos*” cuando las recompensas por jugar una estrategia en particular, dependen de las estrategias que utilicen los otros jugadores. Si se pueden cambiar los jugadores sin que cambien las recompensas de las estrategias, el juego será simétrico.

## **2-2 Competencia Imperfecta y la Información Asimétrica**

Este concepto de “asimetría” trasladado al funcionamiento de los mercados, en cuanto a la información que transmiten sus jugadores, ha sido desarrollado como un fuerte fundamento para explicar el funcionamiento de la economía en un modelo de competencia imperfecta.

En las relaciones y procesos reales de la economía, la información se distribuye asimétricamente y además, es incompleta e imperfecta. No es “*información perfecta*” porque los jugadores no conocen los movimientos de los otros, tampoco es “*información completa*” porque las estrategias y recompensas de los otros están fuera del alcance de nuestros saberes. ¿Cuáles son las reglas, que acciones están disponibles?.

Este fenómeno implica la introducción de fundamentos de competencia imperfecta al análisis económico, como oposición al equilibrio general que León Walras planteó en su momento. Esta circunstancia implica que los mercados no se depuran automáticamente, que la intervención estatal puede ser necesaria para resolver los fallos y que, como se verá más adelante, cambia drásticamente la misma noción de empresa y funciones del empresario.

Varios autores son iniciadores del nuevo paradigma. <sup>16</sup> (Akerlof, G., 1970), analizó un mercado de bienes para proponer el fenómeno de la “selección adversa”; Spence, A. M., (1973, 74, 2001)) <sup>17</sup>retoma la selección adversa en el mercado de trabajo con un modelo de juegos no cooperativos. Particularmente, desarrolla el problema de la “señalización” demostrando que por tratarse de un fenómeno de los mercados imperfectos, es consecuencia de que los mecanismos de precios no transmiten información perfecta y completa para la asignación óptima de los recursos.

Y en estos mercados, la competencia se basa en la diferenciación permanente de los productos y es aquí donde aparece el empresario como tomador de decisiones con información asimétrica.

Lo que importa por sus implicancias, es comprender que el equilibrio socialmente eficiente de la economía en su conjunto no se logra a través de la información derivada del mecanismo de los precios, sino por la información inducida por los incentivos destinados a disminuir esa asimetría. La hipótesis de la información asimétrica es una de las más importantes limitaciones a la ley de la oferta y de la demanda <sup>18</sup> (Stiglitz, J.1995; 81).

En síntesis, falla el mecanismo de los precios en la asignación adecuada de los recursos. En definitiva, en los *mercados financieros, un colateral adecuado, el riesgo y la reputación (capacidad de pago)*,

---

■ <sup>16</sup>Akerlof, George (1970), “The Market for “Lemons”: Qualitative, Uncertainty, and the Market Mechanism”, Quarterly Journal of Economics, Vol LXXXIV No. 3, August.

■

<sup>17</sup>Spence, A. M., (1973, 74,2001) “Job Market Signaling”, Quarter Journal of Economics,87, pp 355-374. (1974) “Market Signaling”, Harvard University Press, Cambridge, MA ; (2001) “signaling and Screening”, in Sharecropping , Review of Economic.

<sup>18</sup>Stiglitz, Joseph (1995), “Whiter Socialism”, The MIT Press, Cambridge, MA. ; (1981) “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, American Economic Review 71, pp.393-410.

*tienen más peso que la tasa de interés demandada al momento de calificar y prestar a una de las partes del contrato.*<sup>19</sup>

### **2-3 La Ventaja Competitiva y la Información Asimétrica**

La idea de que los mercados funcionan a través de una competencia perfecta fue formulada desde Adam Smith y sus fundamentos fueron perfeccionados durante los siglos posteriores. A pesar del tiempo transcurrido y los avances en las investigaciones económicas, se sigue usando como marco de referencia.

Sus supuestos básicos consisten en admitir que existe información completa y perfecta, que hay un libre acceso a todos los medios de producción sin barreras de entrada y salida. La producción es de artículos homogéneos. Los empresarios tratan de maximizar sus beneficios. Esto se logra conjuntamente con la maximización de la satisfacción de los consumidores y el logro del pleno empleo de los factores de producción.

En este esquema, la empresa es una unidad de producción – el empresario no cumple ninguna función, más que la de coordinar las habilidades individuales y grupales de los integrantes de la organización- donde sus ingresos se igualan a sus costos (incluyendo entre éstos a la ganancia del Management).

Sin embargo, David Ricardo (1817)<sup>20</sup> introduce una cuña en el razonamiento lineal de la competencia perfecta, cuando con el ejemplo de las tierras de alta calidad, mediana calidad y de peor calidad, admite que ante un incremento de la demanda de los productos agrícolas, con el consumidor dispuesto a pagar un precio mayor, origina beneficios extraordinarios en aquellos propietarios más beneficiados con sus

---

<sup>19</sup>Perrotini H., I., “La economía de la información asimétrica: micro fundamentos de competencia imperfecta”, Revista de la Facultad de Economía- BUAP, Año VII, N° 19, pp59-67.

<sup>20</sup>Ricardo, D. (1817) “The Principles of trade and taxation”, Press John Murray, London, third edition 1821.



tierras. Como el nuevo precio tendrá como corte el costo de aquellas tierras menos eficientes, el propietario de tierras superiores tendrá un beneficio adicional que será la diferencia de costo de producción entre sus productos y el costo de los que manejan tierras marginales.

En cierto modo, la tenencia de tierras mejores se puede asimilar a la tenencia de recursos y capacidades diferentes (teoría de la firma), que justifican una renta superior.

Sin embargo, la literatura fue admitiendo fallos de mercado que ocasionaron un alejamiento de la realidad, a los supuestos planteados por la idea de que los mercados funcionen en competencia perfecta.

La llamada competencia monopolística admite distintas posiciones doctrinarias, pero existen dos que son importantes para la teoría de la firma. La primera es la posición de Edward H. Chamberlin(1933)<sup>21</sup> y Joan Robinson (1933, 1953,54 y 1975 ), quienes mantienen una postura en cuanto a sostener que las barreras de entrada pueden sostener en el tiempo la heterogeneidad de los productos. También se agrega la “destrucción creativa” de J. Schumpeter (1942) <sup>22</sup>quien, con su modelo de “innovación permanente”, puede mantener esa diferenciación en forma constante en el tiempo.

Las consideraciones realizadas hasta el momento, habilitan las posiciones que afirman que el funcionamiento de los mercados puede tener explicaciones alternativas. La teoría de Recursos y Capacidades de la firma (Resource – Based View of the Firm) admite la existencia de recursos diferentes, con la posibilidad de establecer

---

<sup>21</sup>Chamberlin, E. “Theory of Monopolistic Competition”, (1933),Harvard University Press, Cambridge, capítulo reproducido en J. Barney y W. Ouchi (eds) (1986), Organizational Economics, Ed. Jossey –Bass Publishers, San Francisco, California, pp. 396-408 y Robinson, J. “The Economics of Imperfect Competition” (1933), respectivamente. Ambos se refuerzan en sus posturas.

<sup>22</sup>Schumpeter, J. “Capitalismo, Socialismo y Democracia”, (1942), Harper&Brothers, Nueva York.

estrategias diferentes no apoyadas en barreras, sino en la existencia de habilidades diferentes, que entregan productos también diferentes y no sustituibles por otros, al menos fácilmente y de inmediato.

Esta situación es la que establece los principales aspectos de la teoría de Recursos y Capacidades. El soporte final se lo da la idea de innovación permanente de J. Schumpeter. Aunque a las consideraciones de este autor, hay que incorporarle el fenómeno del incremento incesante, pequeño – a veces no revolucionario- de la productividad, producto de la innovación no necesariamente tecnológica (de procesos, de marketing, de diseño, etc.) puso en el análisis el papel de la empresa en el crecimiento económico. “Procesos de búsqueda que permitan desarrollar rutinas organizativas y por ende, nuevas capacidades”.<sup>23</sup>

Como enfoque alternativo y complementario a la teoría de Recursos y Capacidades, se encuentra la teoría Estructura-Conducta-Desempeño<sup>24</sup> la cual explica una visión más estructural del mercado para explicar la conducta y el desempeño del mismo. De esta manera, como alternativa al modelo competitivo, ambas teorías explican mejor el éxito de la empresa como organización creadora de riqueza y crecimiento económico.

Lo que importa ahora para nuestro análisis es la comprensión de que la teoría económica sustentada en la idea de la competencia perfecta, otorgaba un rol menor al empresario y a la misma organización. Su simplificación de la realidad, al suponer información

---

<sup>23</sup>Nelson, R. Winter,S.,(1982), “An Evolutionary Theory of Economic Change”, Harvard University Press. Cambridge, Massachussets.

<sup>24</sup>Bain, J. (1963), “Organización Industrial”, Ediciones Omega; Scherer, F y Ross, D.(1990), “Estructura del Mercado Industrial y el Desempeño Económico”, Houghton- Mifflin, 3ra. Edición; Tirole, J. (1988) Teoría de la Organización Industrial”, MIT Press.

completa y perfecta, productos homogéneos y racionalidad ilimitada, tampoco podía explicar la propia existencia del empresario como tomador de decisiones solo satisficentes (Simon, H., 1976).<sup>25</sup>

Desde la propia literatura económica surgieron las primeras voces intentando resolver el problema. El paso inicial de Adam Smith fue la idea de la división del trabajo, más curva de aprendizaje, más escala, crean un nuevo fenómeno social: la empresa. Pero la división tiene un costo en el interior de la firma, más los costos en la transacción de los mercados, más los costos por la distribución de los frutos de la producción. Para integrarse, el individuo debe recibir información y tener incentivos para hacerlo. Los avances recientes de la teoría económica nos dicen cómo hacerlo.

Dentro de estos paradigmas, <sup>26</sup> se indaga sobre la cuestión de la coordinación del mercado y de la empresa. Hasta que punto debe coordinar uno u otro, se relaciona más con la respuesta de quien minimiza los costos de transacción. Disminuyen si lo hacemos a través de las jerarquías en la empresa. Por eso nos integramos hacia atrás y hacia adelante.

Por otra parte, <sup>27</sup> también se cuestiona el hecho de que hasta qué punto se explican los fallos del mercado, en tanto el funcionamiento correcto del mercado. La explicación se dirige hacia la correcta definición de los derechos de propiedad. La no definición clara de estos últimos, da lugar a las instituciones quienes son las que definen y hacen respetar a estos últimos.

La teoría de los costos de transacción , la teoría de la agencia, la teoría de los juegos, la definición de los derechos de propiedad que

---

<sup>25</sup>Simon, H. (1976), "El comportamiento Administrativo", Ed. Aguilar Buenos Aires.

<sup>26</sup>Coase, R.,(1937), "The nature of the firm", Economics N.4, pp. 386-405. En castellano, "La naturaleza de la empresa", Información Comercial Española, enero, pp. 67-76.

<sup>27</sup> North, D., (1981), "Structure and change in Economic Story", New York, W. W. Norton & Co.

resultan claves desde el punto de vista distributivo, son cuestiones abordadas para resolver aquello que la teoría general no había hecho.

Como recordamos, en situación de información completa y perfecta, la teoría económica no consideraba la posibilidad de que se generen beneficios extraordinarios en virtud de que todas las empresas cuentan con la posibilidad de acceder a los recursos en igualdad de condiciones. Es un mercado absolutamente racional, donde la “mano invisible” de Adam Smith conduce al equilibrio general “walrasiano”.

La revelación – en principio sorprendente- ha sido comprobar que la existencia de “información asimétrica” es lo que realmente ha posibilitado que las empresas sean diferentes, que posean recursos y habilidades diferentes y que también sean diferentes sus resultados en el mercado.

*Como explican Brush, T. y Artz, K. (1999)<sup>28</sup>, son las “asimetrías de la información”, las que permiten mantener el control sobre recursos valiosos y escasos, impidiendo que sean robados, copiados o re-inventados. Entonces, el éxito de su estrategia determinando ventajas competitivas, será sustentable en la medida que se puedan mantener esas asimetrías informativas.*

El mercado asigna y distribuye sus recursos en función del sistema de precios relativos. Si la información sobre ellos es escasa y difícil de obtener, su percepción se dificulta y se convierte en una herramienta costosa. La empresa aparece entonces como un mecanismo alternativo para la distribución de los recursos.

Al existir información asimétrica, la organización puede disponer de recursos distintos y mientras estos no se puedan identificar y copiar, su combinación hace a la empresa diferente, con ventajas competitivas exclusivas.

---

<sup>28</sup> Brush, T. y Artz, K. (1999). “Toward a contingent Resource- Based Theory: The impact of the information asymmetry on the value capabilities in Veterinarian Medicine”, Strategic Management Journal, 29; pp. 223-250.

Como señala Barney, J., (1992,2001)<sup>29</sup>, cuando se adquiere en el mercado el precio del recurso se iguala con su valor (no genera beneficios superiores). Pero si no se consiguen, hay que generarlos o copiarlos, porque comprarlos puede resultar que sus costos asociados sean superiores a su valor.

*Por lo tanto, - afirma Grant, R. (1997)<sup>30</sup> la empresa existe y se justifica por la existencia de asimetrías en la información. Y a su vez, esta origina al mismo tiempo la necesidad de elaborar estrategias que no son, en definitiva, más que la obtención de recursos diferentes a los de la competencia.*

Además, la ausencia de información sobre la composición y mezcla de los activos intangibles, constituye el fundamento de la imitación imperfecta, de la sustitución imperfecta, y de que sean precisamente tácitos y no explícitos. Esto se constituye también en el soporte de la nueva teoría de la firma – basada en recursos y capacidades diferentes- donde la “información asimétrica” es el fundamento esencial de la estructura de los mercados en los cuales interactúan las organizaciones empresarias.

#### **2-4 Sistema de Información Contable(SIC)**

El sistema de información contable tiene su origen en los trabajos de Luca Pacioli,(1494)<sup>31</sup> y ha sido utilizado desde entonces para clasificar, registrar y ordenar las transacciones comerciales de la humanidad.

---

<sup>29</sup>Barney, J., (1992,2001) “Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, Journal of Management, Volume 17 N° 1.

<sup>30</sup>Grant, R. (1997), “The Knowledge- based View of the Firm: Implications for Management Practice”, Long Range Planning, vol. 30, n1 3,pp 450-454.

<sup>31</sup> Pacioli,L. (1496-1508)"Tractus XI- Particularis de computis et scripturis",

Su estructura básica ha permanecido bastante inalterable a través de los siglos, a pesar de los avances en el perfeccionamiento de sus herramientas, producto de una búsqueda permanente para mejorar la calidad de la información suministrada por sus registros.

Sin embargo, los propios empresarios en muchos casos consideran que la información contable no es útil para la toma de decisiones. Así lo consignan investigaciones de campo (Dapena, Dapena, 2003)<sup>32</sup>.

La literatura ha efectuado diversos aportes. Analizaremos solo algunos de ellos:

### **2-5 Uso de Ratios**

La posibilidad de incrementar la utilidad de la información otorgada tanto por el registro de las operaciones diarias, como por aquella que surgen de los estados contables, ha sido siempre una herramienta buscada por los estudiosos del SIC. La utilización de ratios es una de ellas.

Como definición, podemos decir que los ratios constituyen una relación entre dos o más variables, con el propósito de hacer un diagnóstico. Su razonabilidad dependerá de la situación particular analizada.

Pero la calidad del diagnóstico depende de aplicar un número importante de combinaciones, utilizando información contable / financiera que enfoque la situación desde varios ángulos. Por ello, *depende de un solo índice puede considerarse como una herramienta pobre..*

---

<sup>32</sup>Sistemas de Información en PyMEs y Acceso al Crédito en Contextos de Asimetría de Información", Dapena, J.P. y Dapena, J.L., documento del BCRA, (2003), pp:17.

Es por ello que los datos deben ser usados como un elemento adicional pero no excluyente. Y por otra parte, *extrapolar las tendencias en la creencia de que las mediciones del pasado se mantendrán en el tiempo, es al menos, aventurado.*

### **2-5-1 Variables de flujo y Variables de stock.**

Los datos obtenidos a través del SIC pueden ofrecer información acerca del proceso de una actividad o bien, del resultado final de ella. Suelen manejarse variables de flujo (información de proceso), o también puede operarse con variables de stock (información consolidada).

Las variables de stock aparecen en un Balance o Estado de Situación Patrimonial (son como una fotografía: Detienen en el tiempo lo que es un proceso), mientras que las primeras (Variables de Flujo) indican que es lo que está sucediendo en un período, como lo es una Cuenta de Resultados o bien, un Estado de Origen y Aplicación de Fondos.

No obstante, siempre suministrarán información que es la consecuencia de *decisiones anteriores* que los terceros siempre desconocen. Los ratios son instrumentos útiles pero no excluyentes, pudiendo la información conseguida ser transitoria o permanente y su interpretación puede ser tan diametralmente opuesta, como la que exponen: Veamos un ejemplo: un elevado stock de mercaderías puede estar originado en decisiones de muy distinto propósito: la preparación para una guerra de precios, recaudos tomados para ventas estacionales, una prevención ante una escasez de proveedores confiables o bien, una pésima política comercial que atiborra nuestros depósitos por ventas no concretadas.

### **2-5-2 Causas y Consecuencias:**

Los ratios han sido utilizados por la literatura para diferenciar entre empresas sanas y empresas enfermas. Sin embargo, los mismos autores son conscientes de que no existe ningún modelo teórico que fundamente que variables si o si, son las que corresponden utilizar para diagnosticar la situación económico – financiera de una empresa o conjunto de ellas. *Por eso, su elección, es más intuitiva que producto de un fundamento analítico.*

Existen varios problemas (Vigier, H., 2001) <sup>33</sup>con la selección de los ratios. El problema de la multicolinealidad (correlación entre ellos), que origina inconvenientes en la determinación de cuáles son los más significativos y el problema de la normalidad en la distribución. Estudios empíricos destacan que pocos de ellos presentan una distribución de probabilidad normal.

En consecuencia, siguiendo el razonamiento apuntado, se pueden efectuar tres consideraciones:

1) Los ratios son relaciones matemáticas entre las distintas valoraciones que emanan de los estados financieros que periódicamente se elaboran y estos cuadros muestran una tendencia positiva o negativa de la empresa a través del tiempo. *Esto importa, dado que entonces el ratio representa un síntoma y no una enfermedad (o causa del síntoma).*

2) Los modelos de ratios tradicionales son poco formales y por lo tanto, la selección de los que se utilizarán, provienen del juicio del analista. *Esto determinará que no siempre se elegirán los mismos y el peso relativo para fundamentar una opinión, también provendrá del mismo analista.*

- 
- <sup>33</sup>Vigier, Hernán (2001) "Aplicaciones de la Resolución de Ecuaciones en Relaciones Borrosas al Diagnóstico Empresarial", tesis para la obtención del grado de Doctor en Administración y Dirección de Empresas, bajo la dirección del Dr. Antonio Terceño Gómez, Universidad Rovira I Virgili.

▪



3) Como conclusión de los anteriores, no es aventurado destacar que el diagnóstico económico financiero que se origina con *información proveniente de los ratios, posee importantes signos de discrecionalidad que emanan del mismo analista.*

Como ejemplo, (Mondino D., Pendas E. , 1994,2005)<sup>34</sup>, se asocian varios indicadores y se obtienen conclusiones sobre resultados de estrategias de indudable valor, tales como “margen sobre ventas”, “rotación de activos”, “estructura de financiamiento” y “política de dividendos”. A través de ellos, podemos sacar conclusiones acerca de la calidad de su política comercial, de su política de financiamiento con fondos de terceros o con fondos propios, entre otros análisis.

Sin embargo, cualquier estudio basado en combinaciones de índices, refleja siempre las consecuencias de políticas anteriores. No pone de manifiesto cuales fueron las que adoptamos y entre ellas (que no conocemos, salvo que formemos parte directa de la gestión), cuales arrojaron los resultados más exitosos o los más adversos.

Tampoco el sistema nos informa sobre una probable decisión asumida, cuyo resultado final puede traer consecuencias relevantes (pérdidas o ganancias), por cuanto solo entrega datos sobre medidas que fueron puestas en práctica con bastante anticipación.

No conocemos aún, instrumental de diagnóstico que permita detectar con certeza, si el proyecto o la empresa serán exitosos, ni tampoco -en una organización en marcha- si en el futuro la situación será muy diferente a la que presenta en el momento de su análisis.

En otras palabras, la información suministrada pocas veces puede anticipar resultados futuros por decisiones tomadas con anterioridad. Solo va exponiendo las consecuencias ex post, a medida que comienzan a reflejarse en sus cuadros.

---

▪ <sup>34</sup>Mondino, Diana y Pendas, Eugenio (1994, 2005) “Finanzas para Empresas Competitivas”, pp:85-92, Ediciones Gránica, Buenos Aires.

▪

## **2-6 Contabilidad Básica y Gerencial**

La contabilidad tal como fue concebida solo ha podido ser perfeccionada, a través de numerosos trabajos de investigadores que paulatinamente la fueron dotando de herramientas de elaboración más acabada. Sin embargo, es recién en 1.992 – con el BalancedScorecard – Cuadro de Mando Integral- diseñado por Kaplan y Norton, cuando surge un modelo cuyos aportes aún no se vislumbran en su totalidad.

35

En sus principios, solamente se creyó que se estaba al frente de una herramienta de medición más, pero posteriores aplicaciones la fueron transformando en un elemento de valor para lograr una metodología de trabajo que abarque la gestión estratégica integral de una organización.

A través de distintos foros de discusión, se han incorporado nuevos conceptos como el control de las medidas tomadas por la Administración Estratégica, con el propósito de clarificar primero los objetivos, controlar su correcta alineación de acuerdo a sus prioridades.

Entonces, ha superado la etapa de un mero instrumento de control operativo, para pretender obtener una visión sistémica de la organización. Uno de los aportes más importantes, ha sido el diseño del denominado “Mapa Estratégico” que pretende manipular y gestionar *cuatro perspectivas (Kaplan y Norton, Op. Cit.):*

Dos de las cuales son *internas: aprendizaje y crecimiento de los procesos de la organización.*

---

- <sup>35</sup>El CMI nació como una herramienta de medición, para evolucionar hacia una forma de implantación y control de un plan estratégico integral. En otras palabras, lo tradicional sería comparar los resultados planeados y los alcanzados. Pero si en realidad, podemos conseguir analizar los datos desde dos perspectivas: Interna (aprendizaje y crecimiento y procesos), dos externas (financiera y clientes y proveedores) estamos frente a una herramienta potencialmente eficaz para alinear objetivos- políticas- indicadores y resultados.

Las restantes son las *externas, las cuales son clientes y finanzas.*

Su perspectiva también pretende controlar dos iniciativas estratégicas: *crecimiento y productividad.*

Esta filosofía de gestión consiste hoy en la mejor herramienta disponible para poner en marcha investigaciones sobre los intangibles contenidos en una organización y su posible impacto en la futura creación de valor.

Siguiendo el razonamiento, podemos identificar dos clases de usuarios de la información, tanto de los activos tangibles como de los que denominamos intangibles.

*a- Usuarios internos:*

Todo el recurso humano de una organización, con distinta profundidad y cantidad, es usuario de la información originada por quienes toman las decisiones. A su vez, estos últimos, hacen monitoreo interno y externo para obtener datos que les permitan hacer aquellas mas eficientes y eficaces.

Pero si el éxito pasa por lo intangible ese será ahora nuestro objetivo. Por ello existen estudios para identificar indicadores del capital intelectual y se trabaja sobre varias categorías, entre ellas: investigación y desarrollo, procesos organizativos, reputación empresaria, recursos humanos y nuevas tecnologías de información.

*b- Usuarios Externos.*

Obviamente, el enfoque sistémico nos indica la relación de la organización con su entorno. Pero son los inversores los que potencialmente manifiestan mayor preocupación por la valorización de los intangibles, habida cuenta de la diferencia incremental entre el valor de libros y el valor de mercado de las acciones de la empresa. La administración financiera – como disciplina- sigue atentamente este

tipo de relaciones y los análisis multivariantes, ponen de manifiesto en muchos casos, la presencia de una disminución en el vínculo entre los beneficios y el valor de las acciones.

Más aún, otros estudios (Lev, B, 1999)<sup>36</sup>marcan una disociación mayor en las empresas con fuerte inversión en I&D y donde el enfoque de información asimétrica (M. Spence,2001, J. Stiglitz, 1974, 1981, ) <sup>37</sup>suministra los microfundamentos de competencia imperfecta al análisis económico. Tal circunstancia, le otorga un mayor valor al uso de la información que contenga la valoración del capital intelectual y de los activos intangibles. <sup>38</sup>

## **2-7Administración Financiera**

Los analistas financieros son conscientes de que no pueden basar sus predicciones solamente con la información que surge de los estados contables.

Pero al mismo tiempo, aunque obtengan datos sobre las inversiones en intangibles, aún no se encuentran capacitados para valorarla en toda su dimensión, porque todavía no desarrollamos un método sistematizado y confiable para utilizar en esas investigaciones.

No obstante esa indefinición, debemos señalar (si pudiéramos medirlo así) como un indicador de esta relación a la co-varianza entre los *activos intangibles y el valor de la empresa* (como valor actualizado

---

<sup>36</sup>Lev, B. y Zarowin, P. (1999) "The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them", Journal of Accounting Research, Autumn: pp. :353-385.

<sup>37</sup>Obras citadas.

<sup>38</sup> Hay una creciente divergencia entre el valor libros y el de mercado. La Q de Tobin es cada vez mayor, porque cada vez es mayor la disociación entre resultados y activos tangibles. Pero también se percibe una separación mayor entre precio y rendimiento accionario y los cash- flow proyectados (Lev,B. ,Baruch) "The inadequate public information intellectual capital and its consequences ",(1999), obra citada. Este problema, compromete aún más a los analistas financieros para que trabajen en forma mancomunada con los gerentes.

de ingresos futuros), y evaluar hasta qué punto el mismo se acerca cada vez más al valor de uno.

Aceptando como extremo las consideraciones realizadas hasta el momento, *si tomamos la empresa como una serie de activos tangibles e intangibles, podemos proponer que el “portafolio empresa” podría tener las siguientes características. Los activos tangibles van tendiendo a tener una correlación cada vez más positiva, cuando “co-varían” entre sí, mientras que su correlación con los activos intangibles tiende a ser negativa.*

Ante estas circunstancias, la baja correlación entre la información entregada por el SIC y el resultado futuro de la empresa, se incrementa en forma constante.

El análisis de cómo disminuir el riesgo del inversor en un mercado de capitales, ha sido desarrollado a través de investigaciones estadísticas, destinadas a obtener valores probabilísticos, que permitan hacer más previsible el futuro comportamiento del rendimiento empresarial.

La administración financiera se ha enriquecido con distintas teorías que intentan acotar la incertidumbre de los mercados. La “teoría del portafolio” (Markowitz, H. (1952) <sup>39</sup>es una de las más importantes y ha sido mejorada permanentemente. En su concepto básico subyace la idea de que la diversificación es la mejor de todas las posibilidades que tiene el inversor para reducir la incertidumbre.

Sin embargo, destacaremos algunas conclusiones (Dumrauf, G.,2003) <sup>40</sup>respecto de los contenidos de esta disciplina:

---

<sup>39</sup>Markowitz, H. (1952), “The Modern Portfolio Theory”, artículo sobre selección de carteras publicado por el autor en ese año.

<sup>40</sup>Dumrauf, Guillermo L., (2003) “ *Finanzas Corporativas*”, Grupo Guía, Buenos Aires.

1 Nuevamente cometemos el error de armar información (betas) con datos del *pasado* para predecir el futuro comportamiento, en ese caso, de una acción.

2 Diversificamos, casi eliminamos el riesgo único, pero no podemos sustraernos del riesgo sistémico.

3 La existencia de *información asimétrica* es una constante, sino todos los inversores deberían conformar el mismo portafolio.

4 Existen diferentes actitudes frente al riesgo. Por lo tanto, los portafolios son armados por los especialistas con tres o más enfoques: desde muy conservadores hasta muy agresivos. Sin embargo, todos se confeccionan con mayoritaria información de su *comportamiento pasado*.

5 La mayoría de los analistas profesionales arman los portafolios sub- expuestos en acciones y sobre- expuestos en bonos, lo que refleja una humana actitud frente al riesgo. Cualquier análisis realizado, incluso a través de una base de datos ordenada por computadora, refleja datos ciertos (de la empresa o del mercado) con riesgos que han sido medidos a través de hechos ocurridos en el *pasado*, lo que no significa que sean valederos para el futuro.

6 Se ha generalizado el uso de dos estrategias. El bottom- up que consiste en una revisión de los datos desde el interior de la organización hacia el mercado ( que es lo que está hoy haciendo la empresa) y el top- down, que consiste en mirar desde el mercado ( y sus posibles tendencias) hacia lo que hace la empresa. Es obvio, que el segundo es el más clásico y el que fundamenta todo el desarrollo del análisis financiero de los últimos tiempos. Sin embargo, es el primero el que hoy la literatura sostiene que ofrece mejores perspectivas, desde la óptica de su profundización. No tanto, por una mejora de la calidad de la información financiera, *sino por incorporar al análisis aquella*

---

*información que se relaciona con sus habilidades conceptuales, sus estrategias futuras de mercado- producto y sobre el desarrollo de su conocimiento organizacional.*

Los analistas financieros, principales usuarios del SIC, son conscientes que necesitan más información no financiera. Hay estudios en la OCDE, <sup>41</sup> que sostienen que los analistas rescatan la importancia de poder contar con:

- 1- Información sobre el futuro de la empresa y del mercado.
- 2- Información sobre los factores que crean valor a largo plazo.
- 3- Acercamiento entre la información suministrada y la elaborada internamente.

De todos ellos, se desprende que los factores intangibles más valorados por los analistas financieras son la posición competitiva de la empresa dentro de su sector, la calidad de su gerencia y la capacidad innovadora demostrada por la organización.

Sin embargo, hasta ahora (Low y Kalafut,2002) afirman que solo el treinta y cinco (35) por ciento de las decisiones de asignación, realizadas por inversores profesionales, tienen su fundamento de peso en información sobre intangibles.

*No obstante y como enfatiza Guimón, J.(2004,2005 )<sup>42</sup> en los países nórdicos (Suecia, Noruega, Dinamarca, entre otros), comienzan a*

---

<sup>41</sup> "Reporting Intellectual Capital to Augment Research, Development and Innovation in SMEs", European Communities,2006). European Commission, "Innovation Policy in a Knowledge-Based Economy". A Merit Study Commissioned by the European Commission Enterprise Directorate General, <http://www.cordis.lu/innovation-smes/src/studies.html>. EUR 17023,2000a.European Commission,The European Observatory for SME – Sixth Report, Luxembourg, 2000b. European Commission, "The role of the Universities in the Europe of Knowledge", Brussels 05/02/2003, COM (2003) 58 Final, 2003a.European Commission, "Observatory of European SMEs 2003, no. 2, SMEs and access to finance", Luxembourg, 2003b.European Commission, "Observatory of European SMEs 2003", No. 8.Highlights from the 2003 Observatory, Brussels, 2003c. European Commission, Study on the Measurement of Intangible Assets and Associated Reporting Practices. Enterprise Directorate General, 2003d. European Commission, European Innovation Scoreboard, 2004. European Commission, Reporting Intellectual Capital to Augment Research, Development and Innovation in SMEs (RICARDIS).

<sup>42</sup>Guimón de Ros, J. "Relevancia de la Información sobre Intangibles en los Mercados de Capitales" (2004), en Cañibano, L. y Sanchez, P. "Lecturas sobre Intangibles y Capital

*valorarse los informes adicionales suministrados por las empresas, acerca de su tarea en el fortalecimiento de sus activos intangibles. Estos informes – llamados Informes de Capital Intelectual (ICI)- se suministran como un complemento de los estados contables tradicionales.*

Aunque exista resistencia todavía a considerar los intangibles como activos, su presentación se solicita como necesaria para decidir sobre el grado de calificación crediticia. Todavía es un análisis subjetivo e intuitivo, porque no se dispone de herramientas o procedimientos específicos para analizarlos.



### **Parte 3 : TEORIA DE LA FIRMA**

#### **3-CAMBIO DE PARADIGMA**

##### **3-1 El Enfoque Tradicional y sus Problemas**

Para estudiar cual es la evolución en cuanto a las distintas teorías que permiten explicar el funcionamiento de las organizaciones, dejamos de lado todas aquellas posturas relacionadas con los análisis previos, que consideran que el enfoque tradicional todavía es posible: un mercado de competencia perfecta, de información completa y con actores con racionalidad ilimitada.

Tomaremos, a efectos de comparación, la última de aquellas teorías tradicionales, denominada Modelo Estructuralista - Estructura, Conducta y Desempeño - (Bain, J.,1963, Scherer, F. y Ross,D., 1990), adoptada y basada también en la corriente “Organización Industrial” (Porter, M., 1983,1995)<sup>43</sup>. Su denominación genérica de estructuralista, deviene de la postura que el mayor determinante del éxito empresario consiste en adaptar su estrategia a la que sigue la industria en la cual interactúa.

Esta actitud determina que las diferencias entre organizaciones solo sean sustentables en el corto plazo; en el largo, cada una ajusta sus recursos y/o los copia, para alcanzar el rendimiento de otras similares. Además, Michael Porter agrega que las estrategias podrán ser por menores costos, por diferenciación - diseño, propiedades del producto/ servicio- , o por cualquiera de las dos, pero posicionada la organización en un nicho determinado.

Estas ideas otorgan además un papel relevante a los *factores externos*, como la variable fundamental para explicar el resultado empresarial. El mismo Porter hace un aporte con su modelo de cinco

---

<sup>43</sup>Obras y autores citados.

fuerzas (1982) para exponer su visión del éxito empresarial. Es clásica también la propuesta de identificación de las oportunidades y amenazas (FODA) para la elaboración de las estrategias empresariales.

Más adelante, esta idea comenzó a ser cuestionada. Si las condiciones externas son objetivas y no pueden ser alteradas por las firmas, resulta natural que los distintos niveles de renta observados, también deben poder explicarse por la existencia de las *condiciones internas*. Así lo pusieron de manifiesto desde un principio, importantes estudios empíricos (Montgomery, C. y Wernerfelt, B., 1988) ; Rumelt, R., 1991)<sup>44</sup>.

La tendencia actual de la literatura consiste en profundizar los estudios acerca de la teoría basada en los Recursos (Wernerfelt, B., 1984), Capacidades Dinámicas ( Teece D., Pisano, G., Shuen, A. 1997) y en el Conocimiento (Grant , R. 1991)<sup>45</sup> , considerando la idea de que las organizaciones son únicas y irrepetibles, producto de un conjunto de rutinas observables (*explícitas*) o no (*implícitas*), originadas en aptitudes humanas personales y de grupos, producto de la interacción del conocimiento originado en el interior de cada una de ellas.

### **3-2 Supuestos Básicos**

Hasta ahora, nos habíamos ocupado de las diferencias entre los sectores, pero muy poco sobre las diferencias dentro de cada sector (Rumelt R. P. , 1984)<sup>46</sup>. (La varianza de la rentabilidad de las firmas,

---

<sup>44</sup>Montgomery, C. y Wernerfelt, B. (1988) "Diverfication, Ricardian Rents and Tobin's q." ,Rand Journal of Economics, vol. 19, pp. 369-380; Rumelt, R. (1991), "How much does Industry Matter", Strategic Management Journal ", vol. 12, n1 3, pp. 167-185.

<sup>45</sup>Wernerfelt , B. (1984)"A resource- based view of the firm", in Strategic Management Journal, vol. 5, N°2, pp 171-180. Teece, D.; Pisano, G. y Shuen, A. (1997), "Dynamic Capabilities and Strategic Management SMJ, vol. 18, pp 509-533. Grant, R.(1999)"The resource – based theory of competitive advantage: implications for strategic formulation", in Californian Management Review, spring, pp 114-135

<sup>46</sup>Rumelt, R. (1984)"Toward a strategic of the firm" (re- editado en 1997) Oxford University Press.

dentro del mismo sector, es de tres a cinco veces mayor, que entre aquellas que pertenecen a distintos sectores).

La idea básica de la corriente estructuralista (tradicional) se basaba en lo siguiente:

1- las empresas de un mismo sector son iguales en cuanto a recursos y estrategias disponibles;

2- las diferencias entre empresas solo pueden mantenerse en el corto plazo.

Sin embargo no se confirma luego con los resultados empíricos. ¿Cuál es el motivo de esta disparidad de resultados?. Kenneth Richmond Andrews<sup>47</sup> y otros comienzan (a partir de 1957) a estudiar las competencias distintivas entre las organizaciones. A finales de la década de 1970, y luego, impulsados por la obra de Michael Porter, presentada diez años más tarde, habiendo sido influidos por los postulados de la denominada economía industrial, varios autores centran su estudio en la diversidad y las diferencias observadas entre sectores.

Pero como esos resultados son menos significativos que las diferencias en el seno de un mismo sector, los investigadores vuelven a los aspectos internos de las empresas para intentar explicarlas y nace así la teoría basada en los recursos de las organizaciones (Resource-Based View).

Los orígenes están bastante dispersos. Andrews K., a mediados de los 50 con su revolucionario concepto de oportunidades y amenazas y fortalezas y debilidades. Luego, a finales de esa década, aparece la obra de Edith Penrose, titulada “Teoría del Crecimiento de la

---

<sup>47</sup> Andrews, K. R. (1971) “The Concept of Corporate Strategy”. Rev. Homewood. Irwin

Empresa”<sup>48</sup>, trabajo que lo transforma en el primer autor que considera a las organizaciones como un conjunto único de recursos.

Edward O. Chamberlin (1933)<sup>49</sup> en reacción a la homogeneidad de los clásicos, ya había introducido la idea de empresas con recursos diferentes, los cuales les permiten implementar estrategias difícilmente imitables, con las que obtienen resultados superiores. Cita know-how de los empleados, reputación, marcas y habilidad para trabajar en equipo.

Mahoney J. y Pandian R., (1992)<sup>50</sup>, estiman que los orígenes de la teoría se encuentran en el campo de la estrategia, en la economía institucional (teoría de la agencia, teoría de los derechos de propiedad, de los costos de transacción y teoría evolucionista (Amit R. y Schoemaker P. (1993)<sup>51</sup>. También podemos citar a la “teoría behaviorista”. Es un intento para incluir aspectos de la literatura de economía junto a los elementos de dirección estratégica.

Esta literatura cuestiona la concepción neoclásica de la empresa como un ente sin historia. Es una unidad que acumula conocimientos (Penrose, E.). Con un empresario que no solo utiliza los recursos (neoclásicos), sino que también impulsa el desarrollo de otros nuevos (Spender, J., 1996)<sup>52</sup>. Se aproxima a la idea de los “behavioristas”, para quienes el manager es un tomador de decisiones-

---

<sup>48</sup>Penrose, E. (1959) “The Theory of the Growth of the firm”, Oxford University Press, Oxford.

<sup>49</sup>Obracitada.

<sup>50</sup>Mahoney J. y Pandian, R. (1992) “The resource – based view within the conversation of strategic management”, *Strategic Management Journal*,13, pag. 363-380, 1992.

<sup>51</sup>Amit, R. y Schoemaker, P. (1993) “Strategic assets and organizational rent” ,*Strategic Management Journal*,14, pp. 33-46

<sup>52</sup>Spender, J. (1996), Making Knowledge the Basic Theory of the Firm.*Strategic Management Journal*, vol. 17, n1 especial invierno, pp. 45-62.

con racionalidad limitada- cuya conducta está condicionada por la empresa y su entorno y conducida por reglas o normas que son rutinas organizativas (Simon, H.,1957,1976)<sup>53</sup>. También importa la “teoría de la agencia” a la hora de fijar los incentivos en la empresa -caso de propiedad y control- para que no recaigan en las mismas manos.

En cuanto a objetivos, existe paralelismo con neoclásicos, ya que hay objetivos financieros, pero se distancia en que no se persigue la maximización de los beneficios. En su formulación, hay influencia de la “teoría del comportamiento”, por cuanto se establecen procesos de negociación entre los participantes. Y se plantea la situación típica de asimetría de información y oportunismo entre directivos y propietarios.

Hay lazos con M. Porter, pero no olvidemos que éste estudia la empresa desde una perspectiva neoclásica: información perfecta, racionalidad del decisor, identidad de intereses entre decisor y empresa e igualdad de oportunidades para todos los competidores. En la visión previa, en cambio, la empresa se encuentra ante una competencia caracterizada por la incertidumbre, asimetría en la información y racionalidad limitada del decisor.

La teoría de Recursos y Capacidades se encuentra próxima al modelo “*schumpeteriano*” de competencia, tal como Edith Penrose (1959) lo reconoce. Para el economista alemán la empresa altera la estructura del sector mediante el proceso de “destrucción creativa”, aprovecha sus oportunidades competitivas mediante la innovación. Debe notarse, sin embargo, que este autor solo consideraba innovación al cambio tecnológico. Los evolucionistas, en cambio, consideran también la innovación incremental, producto del aprendizaje organizacional, como fórmula válida para competir en un ambiente de incertidumbre y racionalidad limitada.

---

<sup>53</sup>Autor y obracitada.

### **3-3 Concepto sobre Recursos y Capacidades**

En esta literatura, por lo tanto, las empresas son heterogéneas, y se ponen de manifiesto sus dos supuestos fundamentales (Barney, J., (1991, 1992)<sup>54</sup>:

1- cada empresa es heterogénea en la dotación de recursos y capacidades que posee y controla, fruto de su propia historia, suerte y decisiones pasadas

2- esta heterogeneidad puede mantenerse en el tiempo, siendo posible el sostenimiento de la ventaja competitiva de las empresas.

Define a la empresa como una colección única de recursos y capacidades que no se pueden comprar ni vender libremente en el mercado (Rumelt, 1987; Wernerfelt, B. 1984)<sup>55</sup>

La premisa fundamental es que existe heterogeneidad entre las empresas, lo que explica los diferentes resultados obtenidos por cada una de ellas (Barney, J. 1991).

Desarrollada en el seno de los estudios de la denominada corriente de “Dirección Estratégica”, trata de forjar una guía para alcanzar una profunda comprensión de cuáles pueden ser las fuentes de las ventajas competitivas de las empresas. La teoría gira en torno a tres puntos fundamentales:

---

<sup>54</sup> Barney, J. (1991) “Firm Resources and Sustained Competitive Advantage”, *Journal de Management*, vol. 17, nº 1, pp. 99-120; (1992) *Integrating Organizational Behavior and Strategy Formulation Research. A Resource –Based Analysis*, Shivastava, P.; Huff, A. y Dutton, J. (eds): *Advantage in Strategic Management*, vol. 8, JAI Press, Greenwich, pp. 39-61.

<sup>55</sup>Obrascitadas.

1- Concepto de recursos y capacidades (Grant, R.,1991)<sup>56</sup>.

2- Requisitos a cumplir para que obtengan rentas (Powell,T. y Dent- Micallef, A.(1996)<sup>57</sup>.

3- Condiciones de equilibrio y racionalidad en relación a las decisiones sobre R. y C.

Estos dos conceptos (R. y C.) han sido profusamente tratados por la literatura. Teniendo en cuenta que, en algunos casos, ese tratamiento ha sido algo confuso, conviene precisar aquí que se entiende por cada uno de ellos.

Los recursos comprenden el aspecto estático e incluye el stock de factores productivos que la empresa posee o controla. Financieros, físicos, humanos organizativos, tecnológicos e y los basados en la información –intangibles- que son de alto potencial.

Las capacidades, en cambio, tienen consideración de flujo, representan el aspecto dinámico. Están basadas en el conocimiento organizacional, con frecuencia no codificado, que va almacenándose en la memoria organizativa. Son rutinas o conjunto de rutinas: pautas de actuaciones regulares y predecibles que indican las tareas a efectuar. Son patrones de interacción entre las personas y entre estas y los demás recursos, que se han formado lentamente como resultado del aprendizaje colectivo.

Debe subrayarse que hay estrecha interdependencia entre recursos y capacidades, en el sentido de que las segundas descansan

---

<sup>56</sup>Obracitada.

<sup>57</sup>Powell, T. y Dent-Micallef, A. (1996) "Information Technology as Competitive Advantage: The role of the human, business and technology resources", Strategic Management Journal, vol. 18, n1 5, pp. 375-405.

sobre los primeros, a la vez que estas últimas contribuyen a aumentar el stock de los recursos.

### **3-4 Recursos , Capacidades y la Obtención de Rentas**

Los recursos y las capacidades permiten obtener rentas para la organización, cuando se den las siguientes situaciones:

- Que los recursos y capacidades de la empresa generen rentas.
- Que dichas rentas sean duraderas en el tiempo.
- Que la empresa pueda apropiarse de parte de ellas.

1- Para generar rentas los recursos deben ser diferentes a los del resto de las empresas. Peteraf M. (1993)<sup>58</sup> distingue tres tipos: de eficiencia superior, de eficiencia normal y de eficiencia inferior. Agrega sin embargo que la primera condición básica es que también sean escasos.

Sin embargo, lo anterior, es condición necesaria pero no suficiente para obtener rentas. Para lograrlo, las empresas deben añadir atributos que sean valorados por el cliente (y por ello éste estará dispuesto a pagar un precio superior por un producto/servicio casi

---

<sup>58</sup>Peteraf, M. (1993) "The cornerstone of competitive advantage: a resource based view", Strategic Journal Management,14, pp. 179-191-



similar) o por otra lado, esa capacidad ofrecerá un producto/servicio similar a un precio inferior.<sup>59</sup>

2- Para que las rentas sean sostenibles en el tiempo, es preciso que existan límites a la competencia. Dos mecanismos son necesarios: imitabilidad imperfecta o sustituibilidad imperfecta.

-Imitabilidad Imperfecta: Se deben dar las siguientes condiciones:

a) Deben existir barreras (mecanismos aisladores) que impidan o dificulten la imitación. Activos especializados, información especial, patentes, marcas, reputaciones, imagen, restricciones legales, etc;

b) El proceso que conduce al desarrollo de los recursos debe tener alto componente tácito o ser socialmente complejo.

c) También se destaca la ambigüedad causal en virtud de la cual los competidores no pueden conocer con exactitud los recursos y las relaciones entre ellos que conducen a la obtención de las V. C.

d) También lo es cuando constituye una disuasión económica, que aparece cuando la empresa ha realizado una inversión considerable para desarrollar algún recurso.

-Sustituibilidad Imperfecta: Es una amenaza más seria que la imitación. Se sustituye con innovaciones y ello ocurre cuando los recursos y capacidades de la empresa, alcanzan la obsolescencia. La mejor solución es tener siempre una actitud innovadora.<sup>60</sup>

---

<sup>59</sup>Porter, M., desde otra mirada, piensa que las empresas compiten por manejar recursos diferentes, para ofrecer productos también diferentes. Pero sostiene que ambos son copiados rápidamente, desapareciendo la ventaja competitiva. Por otra parte, la idea de que sean escasos, nos acerca al concepto de monopolio. Sin embargo, su escasez se vincula con el concepto de aprendizaje que no puede sortearse por otros medios.

<sup>60</sup> En los '50, la firma Du Pont declina, antes de su vencimiento, de la exclusividad de la patente obtenida por haber descubierto y desarrollado el nylon, al considerar que la falta de incentivos competitivos la

3- Para que la empresa pueda apropiarse de una parte de las rentas, es necesario que esté en una posición negociadora de privilegio con respecto al recurso. Se deben dar las siguientes condiciones:

4- a) Debe haber movilidad imperfecta : Para que el recurso no se transfiera y pierda la exclusividad.

5- b) Deben existir recursos cooespecializados , Se denominan así a aquellos que son de libre disposición en el mercado, pero que utilizados en combinación con otros aumentan su valor de manera considerable en el seno de la organización.

6- c) Debe existir especificidad de los recursos: Son así llamados los que fuera de la empresa no tienen demasiado valor.

7- d) Debe haber inmovilidad de las capacidades: Cuando van acompañadas de información codificada y requieren del concurso de varios recursos. Por lo tanto, no se pueden transferir.

e) La información (conocimiento) asimétrica. No codificable y por lo tanto, no se transfiere.

### **3-5 Equilibrio y Racionalidad**

Algunos autores señalan que la teoría asume las condiciones de equilibrio y racionalidad, como soporte teórico para su sustentabilidad.

#### ***a- Equilibrio***

Esa idea supone que la empresa no tiene incentivos para cambiar y para buscar nuevos empleos a sus recursos. Sería el fin del proceso de búsqueda de oportunidades. Hay dos cuestiones por las cuales esta idea puede ser cuestionada:

---

convertirían en una empresa complaciente y la alejaría de su liderazgo en el ámbito de la industria de los plásticos.

1- En primer lugar, esta supone rechazar el proceso de mutación industrial que revoluciona constantemente la estructura económica. Edith Penrose<sup>61</sup> dice que la empresa nunca alcanza la situación de equilibrio por tres motivos:

a- la indivisibilidad de los recursos para su empleo en distintos productos simultáneamente;

b) la posibilidad de empleos distintos bajo condiciones diferentes;

c) las nuevas oportunidades que surgen continuamente.

2- En segundo término, supone también ignorar la depreciación de los recursos y capacidades, en los que descansa la situación de heterogeneidad. Se presta mucha atención a la *imitabilidad* y poca a la *sustituibilidad*. Los mecanismos aisladores no protegen de la sustitución y menos aún de la posibilidad de que los competidores desarrollen sustitutos superiores a los de la empresa original.

Lippman S., Rumelt R.(1982)<sup>62</sup> y también Barney J.(1986,1991,1999) <sup>63</sup>: consideran que una ventaja competitiva es sostenible solo si continúa existiendo después de que los esfuerzos por duplicarla hayan cesado, amparándose en los mecanismos de protección, principalmente en la ambigüedad causal.

Sin embargo, los “ShocksSchumpeterianos” pueden hacer que los recursos con altas ventajas competitivas, dejen de tenerlas y los otros que eran irrelevantes, puedan sustentar nuevas y mayores.

---

<sup>61</sup>Obracitada

<sup>62</sup>Lippman, S. y Rumelt,R. (1982) , “Uncertain imitability: an analysis of interfirm differences in efficiency under competition”, The Bell Journal of Economics, 13, 418-438.

<sup>63</sup>Barney, J. (1991) “Firm Resources and sustained competitive advantage”, Journal of Management,17: 99-120.

Por lo anterior, no puede haber un equilibrio sino una sucesión de equilibrios o mejor aún, un equilibrio dinámico.

### ***b- Racionalidad***

El segundo eje en la formulación de la teoría, está vinculado a la asunción de condiciones o no de racionalidad en el comportamiento de la empresa.

El comportamiento racional (Herbert Simon, 1957)<sup>64</sup> supone:

a- La visión de alternativas de comportamientos, previa a la decisión, de una manera panorámica;

b- La consideración del conjunto total de consecuencias que seguirá a cada elección.

c- La elección con el sistema de valores como criterio, de una entre toda la serie de alternativas.

En cambio, Edith Penrose<sup>65</sup> presenta una visión racional del comportamiento de la empresa, con matices. Habla de plan óptimo, y de recursos empleados de forma conveniente, conveniencia ésta que está determinada por la actitud frente al riesgo del decisor. La limitación la subordina más a condiciones internas, que a condiciones externas y objetivas que limitan la información y nos alejan de la racionalidad completa.

Rumelt, R., (1984, <sup>66</sup>también introduce matices al estimar que el decisor es racional pero con conocimiento limitado.

Amit, R. y Schoemaker, P., (1993)<sup>67</sup> no solo asumen sino que hablan de complementariedad de la TRC y la teoría Behaviorista, ya que

---

<sup>64</sup> Obra citada

<sup>65</sup> Obra citada

<sup>66</sup> Rumelt R. (obra citada)

<sup>67</sup> Amit, R. y Schoemaker P., (1993), obra citada.

las decisiones se desarrollan, en un ambiente, con: a) Incertidumbre acerca del entorno (social, tecnológico, económico, legal y sectorial) del comportamiento de los competidores y preferencias de los consumidores; b) La complejidad tanto de la comprensión de las causas que configuran el entorno como de las interacciones entre empresas y entorno, derivadas de distintas percepciones de éste; c) El conflicto de intereses entre los miembros de la organización.

Por su parte, Nelson R. y Winter S. (1982) <sup>68</sup>también adhieren a las limitaciones que está sujeto el decididor, al considerar que el conjunto de **“rutinas”** disponibles por la empresa limita las posibilidades de acción. Por ello las **“rutinas”** definen el menú previamente aprendido de patrones de acción y la decisión consiste en escoger una opción del menú de rutinas.

La empresa solo puede emprender acciones que les permitan sus rutinas organizativas y que se formaron lentamente a la largo del tiempo. Aparece aquí la trayectoria de la empresa como un elemento más que confirma la racionalidad limitada. Y este aprendizaje organizacional puede traer además problemas de miopía porque pueden reforzar comportamientos pasados que ya no sirven.

Las aportaciones de la TRC son válidas en el estudio de la estrategia empresarial y le indica la senda a seguir a la “dirección estratégica” para su desarrollo futuro. Mientras en el análisis estratégico hace aportaciones en lo referente al estudio interno, en la planificación estratégica no solo habla de alternativas, ni se limita a sus productos y mercados, sino que explora que más se puede hacer, determinando sus recursos y capacidades, ampliando el abanico de alternativas disponibles.

Si el peso de mi estrategia se traslada hacia las habilidades que dispongo, producto de rutinas desarrolladas, la pregunta sobre

---

<sup>68</sup> Nelson, R y Winter, S (1982). “An evolutionary theory of economic change”, Cambridge Mass: Harvard University Press.

cuáles son los fundamentos del éxito empresarial, vuelve a replantearse: descansa en la trayectoria del pasado o en cómo nos preparamos hacia el futuro?.

La pregunta que nos hacemos consiste en saber cuáles son las posibilidades de crecimiento y cuáles son los factores posibles para que ello ocurra?.

Crecerá por exceso de capacidades, producto de un largo y difícil proceso de aprendizaje?. Es un proceso de prueba y error de un conjunto de rutinas?

El acceso a nuevos recursos o los límites de la empresa, han sido tratados por la literatura. Por ejemplo, Teece, D.,(1986)<sup>69</sup> propone desarrollar nuevos recursos, adquirirlos en el mercado o conseguirlos por acuerdos de colaboración . La adquisición está condicionada por los costos de transacción. Algunos autores hablan de integración vertical, mientras que otros (Kogut, B. (1991)<sup>70</sup>, por ejemplo, estudian problemas de transmisión de capacidades entre distintas unidades de la empresa ubicadas en diferentes países.

También aparece la opción de cuando diversificarse. Teece, D., et al (1997) <sup>71</sup> apoya la idea cuando se verifique la existencia de un exceso de capacidad y propone que esta situación ocurre en determinados casos: 1-Existen activos indivisibles que pueden ser empleados en la obtención de dos o más productos. 2- Existen activos que pueden ser empleados en varios usos y ello no supone una disminución de capacidad.

---

<sup>69</sup>Teece, D.J. 1986. Firm boundaries, technological innovation, and strategic management. In L.G. Thomas III (Ed.), The economics of strategic planning: 187-199. Lexington Books.

<sup>70</sup>Kogut, B. 1991.Joint ventures and the option to expand and acquire, Management Science, 37 (January): 19-33.

<sup>71</sup>ObraCitada

Pero acertadamente, según nuestra opinión, Teece, D., et al (1997) señala que el exceso de capacidad no es suficiente, sino que necesitamos fallas de mercado, pues en otro caso la empresa obtendría mejores resultados vendiendo los servicios que pueden prestar los recursos cuya capacidad es excesiva.

Estas fallas de mercado se fundamentan y se sostienen en la existencia de Información Incompleta.

Estas posibilidades de diversificación vienen dadas por su dotación de recursos y capacidades, más que por la tasa de crecimiento del sector, como se suponía en los años 1.960/1970, cuando el fundador del “ Boston GroupConsult” (BCG Matrix) , Bruce D. Henderson<sup>72</sup> elaboraba su administración de cartera de productos del negocio, y los calificaba según su éxito en Estrellas (lo que tienen amplia aceptación en los consumidores), Interrogantes (aquellos que aún desconocemos su resultado final , Vacas ( maduros, con mediana participación en las ventas ) y Perros (fracasos que en algún momento se retirarán del mercado ).

La diversificación surge por la posibilidad de aprovechar oportunidades originadas en la dotación actual de recursos de la empresa, que permiten la obtención de capacidades únicas y tacitas, por cuanto no se transfieren ni son captadas o copiadas por terceros, al verificarse la existencia de información asimétrica.

La empresa diversificada debe tener coherencia interna: existencia de características tecnológicas y de mercado comunes a sus líneas de negocio. El concepto de coherencia considera a la diversificación de una perspectiva dinámica, en la que identificamos “trayectorias críticas” que hacen a la creación de recursos y capacidades un hecho continuo y coherente en el tiempo. Los que se apartan de esa trayectoria ponen de manifiesto falta de coherencia.

---

<sup>72</sup>Henderson, Bruce (1979), “Henderson on Corporate Strategy”, Harper Collins y (1984) Logic of Business Strategy”, Harper Collins.

La diversificación termina siendo un proceso dependiente de la trayectoria que tiene además algunos componentes únicos e irrepetibles. Cuando más se de esta última condición, más difícil será para la competencia copiar sus desarrollos, por cuanto éstos descansan en habilidades exclusivas.

Por su parte, Barney, J., Grant, R. Collis, D.<sup>73</sup> y Montgomery, C. Hamel, G. y Prahalad, C., entre otros, sostienen que una clara comprensión por parte de los directivos acerca del estado de la dotación de recursos y capacidades, ayuda a determinar sus posibilidades competitivas. No es fácil, porque los recursos se utilizan *en conjunto* y ello dificulta determinar su contribución individual.

Más aún en el caso de los recursos. En verdad, son socialmente complejos y sustentados en *conocimiento tácito*, en los cuales se da el fenómeno de la “*ambigüedad causal*”, pero que al mismo tiempo es una garantía frente a la imitación por terceros. Aunque esa ventaja también es un impedimento para la propia empresa cuando se propone identificarlos y evaluarlos.

Lo que se ha transformado en clave o de relevancia, es comprender el proceso de desarrollo de recursos y capacidades, ya que se lo considera el *verdadero origen de las ventajas competitivas*, y en el que juega papel importante el *aprendizaje organizacional* y la capacidad de la empresa para comprender el entorno.

Se presta especial atención a las *capacidades dinámicas* (Helfat, Teece, et al, 1992, 1998)<sup>74</sup> que serían la habilidad para integrar,

---

<sup>73</sup> Collis, D. y Montgomery, C (1995), “Competing on resources : Strategic in the 1990s, Harvard Business Review, vol. 73, Julio-agosto, pp. 118-128. Hamel, G. Y Prahalad, C. (1995) “Compitiendo por el futuro”, Harrod Press, El resto de los autores y sus obras, han sido citados.

<sup>74</sup> Teece, D.J. 1992. Competition, cooperation, and innovation: Organizational arrangements for regimes of rapid technological progress. Journal of Economic Behavior and Organization, 18(1): 1-25. Teece, D.J. 1998. Design issues for innovative firms: Bureaucracy, incentives and industrial structure. In A.D. Chandler Jr, P. Hagström Ö. Sölvell, The dynamic firm. The role of technology, strategy, organization, and regions: 134-165. New York: Oxford University Press.



construir y reconfigurar la dotación de recursos y capacidades para responder rápidamente a los cambios del entorno. Incluso la capacidad para desarrollar nuevos productos a partir de la autogeneración.

### **3-6 Problemas Metodológicos**

El nivel de análisis es la empresa considerada como un todo. No obstante, cuando intentamos determinar cuáles son los recursos valiosos, la consideración de la empresa como un único referente plantea problemas de inconsistencia. Esto es así, por cuanto es el entorno (o el mercado) quien determina su valor.

Son recursos valiosos, porque son así *valorados* por el cliente, escasos, difícilmente imitables e imperfectamente sustituibles.

Pocos se ocupan de cómo mantener el valor de los recursos y capacidades y como sustituir los actuales por otros superiores (Dierickx, I. y Cool, K., 1989, y Amit, R., y Schoemaker, P., 1993).<sup>75</sup>

La obtención de recursos valiosos conlleva un alto componente estocástico hecho aludido por Schoemaker, P. (1990)<sup>76</sup>, cuando indica que estos no se pueden crear en forma sistemática y si así fuera, su valor desaparecería debido a los efectos negativos de su difusión (serían codificables).

Por el momento, la literatura pone demasiado énfasis en los recursos valiosos y poco en el resto. Sabremos mucho de los primeros y poco de los segundos, lo que no significa que se pueda prescindir de ellos.

Hasta el presente, existen muchas limitaciones para su estudio en las PyMEs (Montgomery, C., y Wernerfelt, B., 1998, Foss et

---

<sup>75</sup>Dierickx, I., Cool, K. 1989. Asset stock accumulation and sustainability of competitive advantage. *Management Science*, 35: 1504–1513. Amit, R. y Schoemaker, P.,: obracitada

<sup>76</sup>Schoemaker, P. (1990), “Strategic complexity and economic rent”, *Management Science*, vol. 36, pp. 1178-1192.

al.,1995, Wernerfelt, B. 1995), por el reducido volumen de recursos que ellas suelen contener. Esta particularidad facilita que cualquier circunstancia que afecte al empresario (una enfermedad, por ejemplo) cambia totalmente el rumbo de la empresa, siendo imposible valorar esas circunstancias.

El principal problema sigue siendo la identificación y valoración de los recursos. La dificultad sobreviene porque su valor se sustenta en la interacción entre ellos y el mercado (Penrose, E. y Montgomery, C. ,1988)<sup>77</sup>, y esa información no se refleja en los estados contables.

Por lo tanto, tenemos algunas dificultades difíciles de sortear por el momento:

1- Las capacidades no se pueden valorar aisladamente, pues su valor surge de la interacción con otros recursos y el mercado.

2- Hay recursos valiosos y otros que no lo son. Cuales son unos y otros? Estamos seguros de poder identificarlos y de conocer su verdadero aporte a nuestra capacidad?

3- PyMEs. Tienen pocos y están muy atados a la personalidad del empresario.

4- Falta claridad y jerarquización de los recursos., hecho que conduce a que cualquier elemento dentro de la empresa pueda ser considerado como un recurso.

### **3-7 Algunas conclusiones preliminares:**

Sabemos que el origen de la Teoría de Recursos y Capacidades tiene su nacimiento en autores que observaron que, a diferencia de lo que planteaba toda la corriente estructuralista, había mucho más

---

<sup>77</sup>Montgomery, C.A., Wernerfelt, B. 1988.Diversification, Ricardian tents and Tobin's q. RAND Journal of Economics, 19: 623-632; Penrose, E., obracitada

diversidad en el rendimiento empresarial dentro de un mismo sector, que en los distintos sectores industriales

Por ejemplo, Michael Porter (1980) había propuesto una metodología, pero no pudo explicar el origen de las ventajas competitivas y sus diferencias. Estudió a las organizaciones desde la perspectiva neo clásica: información perfecta, racionalidad del decisor, identificación de intereses entre decisor y empresa, igualdad de oportunidades para todos los competidores.

En cambio, Edith Penrose (1959) considera a la empresa como un conjunto único de recursos. Para Knudsen, Ch. (1996)<sup>78</sup>, la ciencia económica produce cambios en sus enfoques; 1) abandona la idea de la empresa como caja negra y 2) admite diferencia entre empresas.

En cierto modo, el pensamiento dominante entendía que la empresa era un elemento más dentro de una teoría amplia de precios y mercados y no se asumía que existían diferencias entre ellas (no son iguales en términos de recursos controlados y productos ofrecidos).

Chamberlin, E. (1933),<sup>79</sup> además, en reacción a la homogeneidad de los clásicos, introduce idea de empresas con recursos diferentes, los cuales les permiten implementar estrategias difícilmente imitables, con las que obtienen resultados superiores. Cita, por ejemplo, know-how de los empleados, reputación, marcas y habilidad para trabajar en equipo.

Por lo tanto, el conocimiento organizacional, con frecuencia no codificado, se almacena en la memoria organizativa.

---

<sup>78</sup> Knudsen, Ch. (1996). Strategic management and the knowledge-based theory of the firm: A reconstruction of Edith Penrose's theory of the limits of the growth of the firm. In J. Falkenberg S.A. Haugland (Eds.), Rethinking the boundaries of strategy: 19-49. Copenhagen: HandelshojskolensForlag.

<sup>79</sup> Obracitada

Dentro de esta estructura de pensamiento, definamos que son las *Rutinas*. Se tratan de complejos patrones de interacción entre personas y entre personas y recursos, que se forman lentamente como resultado del aprendizaje colectivo de la organización. Hay una relación entre Recursos – Capacidades- Recursos.

Nelson y Winter (1982)<sup>80</sup> también adhieren al considerar que el conjunto de **“rutinas”** disponibles por la empresa limita las posibilidades de acción. Por ello las **“rutinas”** definen el menú previamente aprendido de patrones de acción y la decisión consiste en escoger una opción del menú de rutinas.

Solo puede emprender acciones que le permitan sus rutinas organizativas y que se formaron lentamente a la largo del tiempo. Aparece aquí la trayectoria de la empresa como un elemento más que confirma la racionalidad limitada. Y este aprendizaje organizacional puede traer además problemas de miopía porque pueden reforzar comportamientos pasados que ya no sirven.

Recordemos entonces que esos recursos (capacidades) generan rentas: son diferentes, escasos y aumentan el valor o reducen los costos. Son de imitación imperfecta porque tienen mecanismos aisladores, son tácitos o socialmente complejos o con una ambigüedad causal. También pueden mantener esa ventaja competitiva a través de la disuasión económica o de una trayectoria única o irrepetible o bien – por sus características- elaborar condiciones para que su sustitución sea imperfecta, basada fundamentalmente en la innovación permanente.

Entonces, tenemos variadas características que hacen a la empresa diferente: La posibilidad de la apropiación de rentas, la movilidad imperfecta de los recursos, su especificidad (fuera de la

---

<sup>80</sup> Obra citada.

empresa pueden perder valor), inmovilidad de las capacidades tanto por su conocimiento como por su carácter tácito.

Por último, *la racionalidad limitada* de las decisiones se basa en que consisten en una opción del escaso (o variado) menú de rutinas que dispone la organización, en función del conocimiento y grado capacitación de sus integrantes.

Son *rutinas* que la organización interioriza a lo largo del tiempo, porqué han sido aprendidas en función de accionadas pasadas (en cambio, las futuras dependerán de las actuales).

Aparece así la trayectoria de la empresa, elemento que confirma la racionalidad limitada. Pero cuidado, por cuanto las rutinas basadas en aprendizaje organizacional, también pueden acarrear problemas de miopía, al reforzar comportamientos pasados. Este es el fundamento de mayor peso en los errores cometidos cuando se toman decisiones estratégicas.

Por tanto, podemos conjeturar que el verdadero origen de las ventajas competitivas, son el desarrollo de recursos y capacidades, donde importan el aprendizaje organizacional y la flexibilidad de la empresa para adaptarse al entorno.

Es en ese contexto, donde señalamos que la información asimétrica – incompleta e imperfecta- es la que provoca la existencia de los mercados de competencia imperfecta.

Y con ello mismo, la existencia de la empresa en su concepto actual, donde la posesión de recursos y capacidades que no se copian fácilmente – únicos, tácitos, ambiguos, co- especializados, socialmente complejos - es el sustento que las hace diferentes, inimitables y donde el análisis de su fortaleza o debilidad a través de los instrumentos

contables se convierte en una herramienta carente de certeza para su valoración.<sup>81</sup>

Sin embargo, todavía es necesario aportar mayor evidencia empírica sobre la teoría de recursos y capacidades. Este obstáculo ha sido señalado por autores como Barney J., ,2001<sup>82</sup>; De Carolis, D., 2003. Hoopes, Madsen y Walker,2003, quienes han expuesto que menos del cuatro por ciento de los trabajos sobre la teoría son empíricos. Obviamente, la dificultad descansa en su carácter de intangibles y tácitos.

Las autores intelectuales de las normas internacionales de contabilidad numero 38 (*NIC 38*) todavía persisten en una actitud conservadora frente a los alcances de los cambios que se producen en la sociedad del conocimiento.

La Asociación Española de Contabilidad y Administración (AECA) en su documento “La dirección y gestión por competencia”, elaborado en 1999, hace referencia a Edith Penrose (1959)<sup>83</sup>, casi como pionera en la idea de un nuevo concepto acerca del nacimiento de la utilidad empresarial, al afirmar que los factores esenciales en el proceso de producción, no son los recursos (activos tradicionales) sino los servicios que tales recursos proveen. Los servicios que rinden esos recursos (activos) son una función del modo que se emplean.

El mismo recurso (activo) empleado en forma diferente y en combinación con tipos o cantidades también diferentes, rendirán

---

<sup>81</sup> Entre, otrostrabajos, Cañibano, L.and Sánchez, P. (1998) “A research proposal to the TSER Programe”, Autonomous University of Madrid; Cañibano, L.; GarcíaAyuso, M. ; Sánchez, P. y Olea, M. (1999c) “Measuring Intangibles to Understand and Improve Innovation Management”, Preliminary Results Autonomous University of Madrid.

<sup>82</sup>Barney ; (1992,2001) “Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, Journal of Management, Volume 17 N° 1.

<sup>83</sup>Obra citada

también servicios (o utilidades) diferentes. Para AECA<sup>84</sup>, Edith Penrose utiliza la palabra servicio como un sinónimo de *capacidad*.

Por lo tanto, hay modos diferentes de combinarlos, como también de usarlos y eso hace la distinción que nos ocupa. Habrá recursos *tangibles* y porque no, *intangibles*, codificados lo cual los hace públicos, pero también estarán aquellos que permanecen ocultos, por cuanto aún son *tácitos* y no se ha querido/ podido explicitar.<sup>85</sup>

Por tanto, podemos argumentar que el desarrollo tecnológico/ empresario es y será la resultante de un proceso que se inicia como una investigación que intenta resolver un problema, hasta que se llega a un conocimiento en principio tácito, transformado luego en una ventaja competitiva. Se convierte en información pública, en la medida que sea robado a través del espionaje industrial, cedido o comercializado. Una vez socializado, pasa a ser patrimonio común de la industria.

Esa ventaja competitiva inicial, desaparece al ser ahora compartida, hasta que ese u otro grupo de personas integrante de una organización, genere un nuevo conocimiento tácito que se transforme otra vez en una ventaja competitiva.

Para Peter Drucker<sup>86</sup> el proceso sería que primero tenemos un ***dato***(es una experiencia previa), luego pasamos al ***conocimiento***(lo llamamos conocimiento implícito o experiencia puntual que concreta un

---

<sup>84</sup>Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA). Institución emisora de principios y normas de contabilidad generalmente aceptados.

- <sup>85</sup>A propósito: los intangibles están entremezclados en distintas dosis y combinaciones, en los RH, la I&D, la innovación de procesos internos, la relación con clientes y proveedores, la reputación corporativa, la capacidad de aprendizaje y de adaptación, la generación de una visión diferente, etc. La mayor dificultad consiste en imposibilidad de determinar el peso relativo de cada una de ellos en un caso determinado y cuál es el grado de control que puede ejercer la organización sobre su propiedad.

-

<sup>86</sup>Drucker, Peter (1991) "El nuevo desafío de la productividad" Harvard Business Review .

reto determinado) y finalmente, si se lo externaliza, lo denominaremos ***información o conocimiento explícito***.

El desafío de nuestra disciplina será captar, medir y gestionar este *conocimiento implícito* que permite a una organización ser diferente. Por ello, posee una combinación única de recursos y capacidades heterogéneas – entre tangibles e intangibles- que constituyen el soporte de su actuación competitiva.

La imagen de la empresa, el conocimiento tecnológico o la originalidad de sus procesos internos, el capital humano, la estructura organizativa, la marca, el logotipo o las relaciones con los clientes y proveedores, son algunos de aquellos intangibles que no podemos explicitar.

Esa combinación única de activos tradicionales e intangibles, constituyen el factor clave del valor de la empresa.

Entonces nos preguntamos, ¿cuál sería el papel de la contabilidad en la economía del conocimiento?. ¿Qué es lo que esperamos de su contenido y exposición?. Para muchos teóricos, el SIC debería exponer las causas que definen porque un gerente toma una decisión y no otra, en el momento de elegir cuando se está al frente de la organización.

También debería explicar el porqué de la diferencia entre su valor de cotización en el mercado y el valor que surge de los libros.

¿En realidad, es valedero afirmar que existe una relación concluyente entre la información publicada por la empresa y las decisiones tomadas en el mercado de valores?.

No quedan dudas, que el SIC fue diseñado como órgano de control de las operaciones internas de las organizaciones y que sus fundamentos – propios de otras necesidades- permiten monitorear o no



el cumplimiento de los objetivos, propuestos por aquellos que tomaron las decisiones oportunamente.

De manera tal que suministra información económico-financiera, valorada en términos históricos o actuales, de un proceso que acaba de transcurrir y directamente relacionado con las decisiones tomadas por la gerencia y modelado por el comportamiento del entorno – que va mucho más allá de su propio mercado- y que alcanza a los vaivenes de la economía mundial.

De los cuadros sintéticos y analíticos del SIC surge la posibilidad de interpretar fehacientemente la actividad económica-financiera transcurrida y sus efectos en los cambios de activos y pasivos. Sin embargo, en toda esa profusión de datos e información explícita, *hay nula –o poca – evidencia del conocimiento implícito y menos aún de las expectativas de rendimiento futuro.*

Por lo tanto, si la ventaja competitiva tiene su mayor soporte en los activos intangibles, su imposibilidad de detección o simplemente, su negación como información, transformará a nuestros estados contables en instrumentos de poco valor.

### **3-8 Activos Intangibles: su determinación**

Resulta útil listar aquí algunas características de ambos tipos de bienes.

Los *Recursos Tangibles* son aquellos activos de la empresa que tienen soporte físico, son fácilmente identificables y cuantificables. Inmovilizado (terrenos, máquinas, etc.) Existencias (M.P., productos terminados) y Activos Financieros, (derechos a percibir, moneda extranjera, acciones de otras empresas).

El objetivo de la gestión es la mejor asignación posible que lleve a optimizar su uso (con lo que está de acuerdo toda la literatura de la empresa), pero también existen inconvenientes por cuanto su

valoración contable o histórica puede diferir sustancialmente de una evaluación estratégica (Navas López, 2004).

Los *Recursos Intangibles*, que involucran al conocimiento y habilidades tácitas, son recursos sin soporte físico y por ende son difíciles de medir y cuantificar. Hoy se define que los recursos de una empresa son la capacidad humana y los recursos estructurales. El conocimiento es el elemento clave en la creación de valor en la empresa y en el mantenimiento de las ventajas competitivas.

Como información, los activos intangibles tienen dos usuarios. Los primeros, internos, para buscar los indicadores que relacionen los resultados con esos intangibles. Los segundos, externos, porque los analistas necesitan valorar las empresas. Se han identificado cinco enfoques centrales: I&D, RRHH., procesos organizativos, marketing y reputación e información (soft y hard). La cuestión de fondo, es la detección de los indicadores que relacionen capacidades con resultados.

Sus características hacen que su determinación (Navas, J. R. y Guerras, L. A. 2002; Navas, J. R. 2004)<sup>87</sup> se constituya en un desafío para el siglo XXI. Podemos destacar las siguientes:

1- **Invisibles**: carecen de soporte físico y por eso es difícil identificarlos, lo cual constituye la primera y más importante dificultad.

2- **Poco cuantificables**: Como cuantificamos la información y/o el conocimiento. Parte del conocimiento está explícito y por ende se lo conoce, pero el que determina la diferencia muchas veces es tácito, por tanto no formal ni codificable y está incorporado.

3- **No los refleja el SIC**: Como consecuencia de su primera característica (invisibilidad) es seguro que no se reflejan en los Estados

---

<sup>87</sup>Navas J.E. y Guerras, L. A.(2002)“La dirección estratégica de la empresa. Teoría y aplicaciones”, Civitas, Madrid, tercera edición; Navas, J. (2004) “El papel de los recursos intangibles en la empresa”, Madri+d Revista, España.

Contables, lugar donde solo se manifiestan aquellos absolutamente tangibles. La denominada “objetividad o principios de prudencia contable” impiden mostrar en los activos el valor “llave de un negocio” (good – Hill) , salvo que se hubiese abonado y con la salvedad de su rápida amortización. Se lo considera como algo impuro.

Sin embargo, la cuestión de fondo se soluciona en una buena medida, cuando la empresa cotiza en bolsa y es allí donde aparece la diferencia entre el valor de libros y el valor de compra en el mercado, siendo este quien - a través de múltiples transacciones determina – finalmente cuánto valen los activos intangibles de ese emprendimiento.

4- ***Apreciación (y no depreciación) por el Uso:*** Es práctica contable depreciar por su uso a los activos tangibles, por cuanto así se procede a cargar su costo a los periodos que aprovecharán su utilidad. Los intangibles, en cambio, ganan más valor a medida que se los utiliza. Su uso crea nuevas ventajas competitivas que pueden generar un aumento de la productividad y tal cual lo previeron los “evolucionistas”, la innovación y el conocimiento impulsan rendimientos crecientes y deberíamos en este caso, contabilizar una apreciación de valor y no a la inversa.

5- ***Inexistencia de mercado:*** No hay un mercado de compra y venta de intangibles, tal cual lo conocemos para los productos tradicionales. Salvo el caso de los recursos humanos, que se pueden contratar, la mayoría de los intangibles no se pueden aprehender. Por ejemplo, los conocimientos tácitos, que ya dijimos que no son codificables y por lo tanto imposibles de transferir. Incluso los codificables como el conocimiento explícito, adquieren características de bien público: su uso no lo disminuye y puede ser compartido.

6- ***Lentitud en su acumulación.*** No se compran, se acumulan lentamente como en un proceso de aprendizaje. Es la experiencia y el conocimiento que luego se transforma en un aumento de la productividad o en el nacimiento de una nueva ventaja competitiva.

7- **Indefinición de los Derechos de Propiedad:** En el conocimiento y en la información, no siempre los derechos de propiedad se encuentran bien definidos. Las habilidades, aptitudes y experiencia no importan donde y como fueron adquiridas, pero se van con las personas cuando estas abandonan la organización. (Un ejemplo paradigmático es Lee Iacocca y su equipo de gerencia).

8- **Valor de liquidación casi nulo:** Los intangibles no personalizados, necesariamente ligados a la actividad comercial, desaparecen con la empresa.

#### **4- PROPUESTA ANALITICA**

##### **4-1 Dificultades acerca de su formulación**

*Hemos sostenido que, según la moderna teoría de la firma, cada organización es diferente, absolutamente distinta de otras, por cuanto cada una de ellas constituye una colección única de recursos y capacidades. Sus habilidades – pocas o muchas- tienen su origen en el conjunto de rutinas que desarrolla al cabo del tiempo y esto constituye el fundamento de que sus utilidades son producto o resultado de una gestión que involucra también a una única combinación de activos tangibles e intangibles.<sup>88</sup>*

---

- <sup>88</sup> Dos características de los intangibles: a- están basados en conocimientos tácitos, no codificables y por tanto, imposibles de transferir, b- la complementariedad de unos con otros, de manera que la utilidad de su uso reside en su combinación, siendo imposible – o con una gran pérdida de su eficacia- si se los usa en forma individual.

-

También anticipamos, al inicio del trabajo, las dificultades que existen para formular un procedimiento destinado a detectar, medir y gestionar los intangibles. A esta altura, resulta obvio que se originan en su propia intangibilidad. En los primeros párrafos, aseveramos:

- Los mercados son cada vez más turbulentos e impredecibles (no ya en el largo, sino en el corto plazo). Los ciclos cortos de productos e innovaciones, ponen tensos a los analistas financieros. La aseveración de Arthur Clark,<sup>89</sup> en cuanto a la imposibilidad que tiene la humanidad de predecir el futuro, es absolutamente cierta: Por eso es necesario contar con más certidumbre acerca del comportamiento probable del mercado.

- Las ventajas competitivas son intangibles. Es una necesidad diseñar nuevas formas de presentación de la información sobre intangibles y de los procesos de creación de valor. Normalizar técnicas para su identificación y cuantificación y fundamentalmente, de indicadores ciertos y comparables que pongan de manifiesto si realmente los estamos gestionando. Mientras tanto, como dice Robert Frost operamos con valor (en términos de valentía, con distintos grados de aversión al riesgo), porque nos manejamos con pobre información y datos insuficientes. El S.I.C. (Bontis, N., 1998,1999, 2001) <sup>90</sup>no ha logrado aun medir las ventajas competitivas que hacen a una organización diferente, lo que implica que dos empresas, donde una de ellas posee ventajas competitivas respecto de la otra, el S.I.C. puede impropriamente mediar a ambas como iguales.

---

- <sup>89</sup> Clark, Arthur C. (1962,1973) "Perfiles del Futuro ", Luis de Caralt Editor S.A., España.

<sup>90</sup>Bontis, N.(1998) "There is a price on your head. Managing Intellectual Capital Strategically", Business Quarterly, Summer,pp 40-47; Bontis, N., (2001) "Intellectual Capital: An exploratory study that develops measures and models", Management Decision, 36,2, 63-76.Bontis, N.; Dragonetti, N.C.; Jacobsen, K.; Roos, G., (1999). "The knowledge toolbox: a review of the tools available to measure and manage intangible resources". *European Management Journal*, Vol. 17, n°4, August.

#### **4-2 *Informe del Capital Intelectual (ICI)***

Por supuesto que, la literatura no se quedado inerte frente a esta incertidumbre y en forma permanente busca métodos de trabajo para mejorar la información que atañe a los activos intangibles. Por razones metodológicas, fundamentalmente por dispersión de objetivos, en este trabajo no se pueden poner en consideración y análisis, las diferentes metodologías propuestas. Existen varios portales de la OCDE que permiten indagar con mayor profundidad sobre las mismas.<sup>91</sup>

Tampoco existe posibilidad, por las razones apuntadas, para describir con mayor detalle las diferencias entre distintos países, en cuanto a la admisión o no, de un activo intangible, al adoptarse como regla central los criterios conservadores del International Accounting Standards Committee (IASC).

Por ahora, la búsqueda se ha centrado en la obtención de información adicional que contiene la estrategia de cada organización, en sus objetivos para permanecer en el mercado.

*Hasta el momento, la valuación del capital intangible, se ha entendido como información adicional a la se suministra a través de los Estados Contables y sus Anexos.*

No es nada nuevo que, en el seno de la OCDE, el llamado **Informe de Capital Intelectual (ICI)**<sup>92</sup> forma ya parte de un nuevo

---

<sup>91</sup>OECD (1999) "Measuring knowledge in learning economics and societies", distributed 26-june-1999; OECD (2000a) "Science and Technology Indicators", Paris; OECD (2000b) "General Strategy for the review of innovation surveys: Progress to date" distributed 5-june-2000; OECD (2000c) "The definition of technological innovation and innovation firms", distributed 31-mayo-2000; OECD (2000d) " The third community innovation survey- proposals for the core questionnaire", distributed 5-june-2000.

<sup>92</sup> MERITUM (2002) (Measuring Intangibles to Understands and Improve Innovation Management) "Guidelines for Managing and Reporting on Intangibles", Intellectual Capital Report , Vodafone Foundation, Madrid.El proyecto de investigación nace en noviembre de 1998 (duración 30 meses), con participación de investigadores de España (coordinador), Francia, Finlandia, Suecia, Dinamarca y Noruega.

instrumental de contenidos para analizar el tratamiento que hace la empresa de su capital intelectual. Estos informes transmiten a la comunidad inversora los avances que en innovación, conocimiento y calidad de estrategias hacen las organizaciones.

Estos informes contienen las relaciones de empresa, con los clientes y proveedores, de su capital humano y de su capacidad innovadora. La pregunta básica consiste en saber que falta para que este avance (el ICI) sea siempre coherente y verificable.

Ya opinamos que el SIC no es eficiente por si solo para suministrar determinada información. El riesgo amerita informes complementarios para intentar reducir la asimetría de información en los mercados de capitales. El contenido exigible para confeccionar el ICI, es el siguiente:<sup>93</sup>

a- **Misión/Visión de la empresa:** Hay muchas definiciones, pero demos una práctica. ¿Qué necesidades satisfacemos?; ¿A quién satisfacemos?; ¿Con que habilidades o estrategias los satisfacemos?. Al hablar sobre nuestros contenidos y estrategias, también hacemos referencias a cuáles son los intangibles críticos necesarios para alcanzar esos objetivos. Informamos (y en la empresa aprendemos a conocer) como creamos valor y qué papel juegan nuestros intangibles. La “Visión” sería la imagen que la organización entiende que será en el futuro. Hacia donde enfoca su camino y cuál sería el destino final pretendido.

b- **Resumen de recursos y actividades intangibles:** Describe que recursos utiliza y que actividades realiza y realizará para potenciar esas habilidades necesarias para seguir generando valor en el mercado en el cual está inmersa. ¿Cuáles son?: logística de la

---

<sup>93</sup> “Gestión de los Intangibles y el Aprendizaje Empresarial” (2004), Chaminade, C y Cañibano, L; “Directrices para la Gestión y Difusión de la Información sobre Intangibles (Informe de Capital Intelectual”, (2004); Cañibano, L, Sánchez, Paloma M, García Ayuso y Chaminade, C., ambos artículos publicados en “Lecturas sobre Intangibles y Capital Intelectual”, editado por Cañibano L. y Sánchez, Paloma M. (2004, A.E.C.A.

distribución, asociación con sus proveedores, política de recursos humanos, diseño del producto, servicios post-venta, fidelización de los clientes, etc. Lo que importa es saber cómo diseña su estrategia, cual es la respuesta del mercado y que hace para mejorar sus potencialidades.

c- **Sistema de indicadores:** Quizás lo más difícil. Se debe apreciar hasta qué punto la empresa está cumpliendo sus objetivos. A veces, no es tan fácil distinguir entre recursos (lo que se posee) y las actividades (acciones). El desafío es proporcionar una amplia gama de procedimientos adecuados y normalizados, que permitan desarrollar indicadores valiosos y comparables para poder mensurar si la empresa va teniendo éxito en su tarea de incrementar la calidad de los intangibles que considera (y que los analistas consideramos) valiosos, únicos, tácitos y por eso, casi intransferibles a terceros.

#### **4-2-1 Algunas Limitaciones de la Aplicación del I.C.I.**

Es claro que no resulta simple que las empresas confeccionen el I.C.I, que resulte objetivo para terceros que evalúen el comportamiento competitivo de la empresa. Si estos informes no son coherentes y verificables, su aporte será nulo y distorsivo, porque basaremos nuestra opinión en conceptos carentes de fundamento. Por eso se necesita metodologías de análisis que soporten pruebas que lo conviertan en una herramienta cierta para detectar el valor. No obstante ello, parte de las limitaciones del I.C.I.se encuentran en las barreras de demanda y oferta.

a- *Barreras de Demanda:* no siempre el analista financiero solicita mayor información al evaluar una empresa, máxime si esta no es la que tradicionalmente maneja. Lo que provee el I.C.I es información diferente, de la cual posiblemente su propia incertidumbre



incrementa la percepción de mayor riesgo. Johanson, U., (2003) <sup>94</sup> sostiene que tienen dificultades para interpretar el ICI, ya que lo que no se puede cuantificar- constituye- para este tipo de analistas algo incomprensible, irrelevante y molesto.

Volvemos al principio; al no existir herramientas o procedimientos específicos, normalizados, que permitan una directa conexión entre intangibles y resultados, los analistas creen que todo es intuitivo y subjetivo (Guimón, J., 2004).<sup>95</sup>

b- *Barreras de Oferta*: estos llamados “mecanismos aisladores” quizás sean hoy la mayor traba para la elaboración de los ICI. Son las propias empresas las que deben transmitir su propia información y no son muy proclives a ello. Muchas de ellas, suponen que se trata de información privada y por tanto, susceptible de ser copiada. Otras por su parte, no saben cómo conectar la Misión, con los Objetivos, Estrategias y finalmente, que recursos/ actividades son claves para incrementar su valor y sustentar las ventajas competitivas. Hay que entender, que ese análisis requiere conocimientos y convicción profunda de lo que se está gestionando.

Por esta razón y en este último caso, la tarea a desarrollar implica buscar la vinculación entre intangibles y los resultados financieros de la organización. “Esta vinculación es muy difícil, porque

---

<sup>94</sup>Johanson, U. (2003), “Why are capital markets act ambivalent to information about certain indicators on intellectual capital?”, Accounting, Auditing and Accountability Journal, Vol. 16,nº 1, pp. 31-38.

<sup>95</sup>Guimon, J. (2004), “Relevance and impact of intangibles disclosure in capital markets”, Proyecto de Investigación europea financiado por la CE: E\* Know-Net. ; Guimon, J. (2005) “Intellectual Capital Reporting and Credit Risk Analysis”, Journal the Intellectual Capital, 2005, vol. 6, nº 1.

las interrelaciones entre los distintos factores son muy complejas y difícilmente puedan aislarse” (Cañibano, L. y Sánchez, P.2004)<sup>96</sup>.

Como aun no se han estandarizado los procesos de obtención de información, los analistas financieros no pueden enlazar – metodológicamente- los ICI con la estimación de flujo de fondos de caja futuros de las organizaciones (J. Guimón,2004<sup>97</sup>).

#### **4-2-2 Información Asimétrica, Sector Financiero y el SIC**

A partir del Teorema de Modigliani, F. y Miller, M. (1958, 1961, 1963 y 1977) <sup>98</sup>, la literatura económica ha generado numerosas investigaciones, sobre los supuestos que los agentes económicos tienen en cuenta a la hora de tomar decisiones de inversión. En rigor, las posibles conexiones entre las decisiones de inversión empresarias y la estructura de capital, tuvieron dificultades para demostrarse empíricamente, a partir de que las condiciones necesarias para que ello ocurra no suelen existir en los mercados reales.

En este trabajo interesa desarrollar o puntualizar aquellas limitaciones que – desde nuestra óptica- se han constituido en parte de los factores relevantes a la hora de evaluar la rentabilidad de las firmas: la incertidumbre de los mercados y la información asimétrica.

En primer lugar, la información asimétrica, – entre otras teorías- explica porque las decisiones de financiamiento tomen un orden jerárquico, donde el flujo de fondos originado en los recursos propios ocupa el primer lugar, seguido por el crédito bancario y recién,

---

<sup>96</sup>Obracitada.

<sup>97</sup>Obracitada

<sup>98</sup>Modigliani, F. y M.H. Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", American Economic Review, Vol. 48, p. 261-297. Modigliani, F. y M.H. Miller (1961), "Dividend policy, growth and the valuation shares" Journal of Business, Vol. 34, p. 411-433. Modigliani, F. y M.H. Miller (1963), "Corporate Income, Taxes and the Cost of Capital: A Correction", American Economic Review, Vol. 53, p. 433-443.

en tercer lugar, por la emisión de acciones. Según Myers, S. C., (1984)<sup>99</sup>, este ordenamiento llamado “pekingorder” intenta maximizar su rendimiento a través de esa secuela ordenada de prioridades en torno al tipo de fondos a recurrir. Para los países con mercados financieros menos desarrollados, el incremento de aquellos factores limitantes (incertidumbre e información asimétrica), altera y distorsiona el “ordenamiento” y modifica también el peso específico de cada uno de ellos.

En consecuencia, en los mercados menos desarrollados y con mayores incertidumbres macro, las decisiones de inversión no se explican sencillamente por el enfoque tradicional (valor de la Q de Tobin)<sup>100</sup>, sino que se han incorporado estudios (Opler, T. y otros, 1999; Almeida, H., Campello, M. y Weisbach, M., 2003)<sup>101</sup> que ponen de manifiesto que el manejo y la acumulación de activos líquidos, es un

---

<sup>99</sup> Myers, S. C. (1984) “The capital structure puzzle”, *Journal of Finance* 39 (3), pp. 575-592 .

<sup>100</sup> Hay una creciente divergencia entre el valor libros y el de mercado. La Q de Tobin es cada vez mayor, porque cada vez es mayor la disociación entre resultados y activos tangibles. Pero también se percibe una separación mayor entre precio y rendimiento accionario y los cash-flow proyectados (Lev, Baruch) “The inadequate public information on intellectual capital and its consequences”, (1999), obra citada. Este problema, compromete aún más a los analistas financieros para que trabajen en forma mancomunada con los gerentes.

La Q de Tobin (valor de mercado / costo de reposición) relaciona la valoración que el mercado hace sobre la capacidad de la empresa para generar rentas con el costo resultante de adquirir la capacidad productiva de activos reales. Si  $q > 1$ , la empresa crea valor puesto que el mercado la valora con un precio superior al costo de reposición de los activos productivos. Edvinsson (1993) crea el SkandiaNavigator identificando a los intangibles en ese valor superior a 1. Si bien puede existir valor especulativo, la literatura entiende que ese plus es un reconocimiento a factores no revelados en los E.C., tales como R.H., Planeamiento, Patentes, Procesos innovadores, etc.

<sup>101</sup> Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. y Williamson, R. (1999) “The determinants and implications of corporate cash Holdings”, *Journal of Financial Economics*, 52, pp. 3-46 ; Almeida, H., Campello, M., y Weisbach, M. (2003) “The cash flow sensitivity of cash”, Mimeo.

fuerte referente acerca de la existencia de restricciones al financiamiento de las empresas <sup>102</sup>.

Según la teoría, la Q de Tobin<sup>103</sup> es una función creciente del cociente entre el valor de mercado de una empresa y el valor actual del costo de reposición de los activos. Esta diferencia, está explicando su rasgo diferencial o bien, es el reflejo de la interpretación que el mercado supone como comportamiento futuro de la firma. Para nuestra visión, el mercado interpreta y valoriza los activos intangibles que hacen a esa empresa un caso específico. Con mayor o menor acierto, está percibiendo que se trata de una firma diferente, con valores intangibles diferentes, con recursos y capacidades diferentes, como para generar rentas diferentes.

Cuando las firmas analizadas no hacen oferta pública de acciones, el camino a seguir lo marca Ogawa, K. (2003), <sup>104</sup> quien reemplaza la Q de Tobin por la llamada Q marginal, que se la puede definir como el valor descontado de la tasa de utilidad esperada, sobre el precio de los activos invertidos. <sup>105</sup>

Ambos enfoques enfrentan dificultades porque las percepciones del mercado (cuando hacen oferta pública de valores) o la misma tasa de utilidad (cuando no cotizan en el mercado), se basan en resultados originados en decisiones del pasado. La valoración no tiene en cuenta, por desconocimiento, al no ser expuesto por el sistema de

---

<sup>102</sup> Racionamiento del crédito: testado desde enfoque inversión (Fazzari, Hubbard y Petersen, 1988) y enfoque de liquidez (Almeida, Campello y Weisbach, 2003), citado en Ensayos Económicos n° 48 BCRA, (2007) por Elozegui, Español, Panigo y Blanco en "Impacto asimétrico de las restricciones al financiamiento en la Argentina. Comparación por sector, tamaño y origen del capital (1995-2003)

<sup>103</sup> Brainard, W. y Tobin, J. (1968) "Pitfalls in Financial Model-Building", American Economic Review, vol. 58 (2), pp. 98-122.

<sup>104</sup> Ogawa, J. (2003) "Financial distress and corporate investment: the Japanese case in the 90s", Discusión Paper n° 584, The Institute of Social and Economic Research, Osaka University.

<sup>105</sup> Se reemplaza el valor de mercado de la acción, multiplicado por su número (numerador del ratio), por el valor actualizado de los ingresos futuros de la firma.

información, cuales son los recursos con que la empresa intenta afrontar las oportunidades y amenazas del futuro.

Por su parte, el enfoque de la tenencia de activos líquidos para las decisiones de inversión, se utiliza fundamentalmente en los contextos (países con mayores incertidumbres macro- económicas) donde la asimetría en la información y, fundamentalmente, el incremento del riesgo, desmejora la percepción de los terceros acerca de la viabilidad o crecimiento de las firmas.

Es aquí donde la tenencia de activos líquidos no solo es una muestra acerca de las restricciones de los mercados financieros, sino que expresa también el éxito empresarial. Y esto es así, por cuanto la liquidez se considera como un *proxy* de la riqueza neta de una organización (Elosegui, P., Español, P., Panigo, D. y Blanco, E., 2007).<sup>106</sup> No obstante, otros fenómenos provenientes de la información asimétrica determinan la situación.

**-Selección Adversa:** Es un fenómeno que es anterior a la obligación contraída entre las partes. Los prestamistas tienen conocimiento del valor esperado del rendimiento bruto, pero al desconocer el riesgo de los proyectos que financian, racionan los recursos (créditos) disponibles entre los prestatarios (agentes) solicitantes.

A pesar de la siempre disposición de los prestatarios a pagar altas tasas de interés, los prestamistas temen superar un determinado umbral de la tasa de interés, por cuanto consideran que es un límite a partir del cual se deteriora la capacidad de pago de los solicitantes.

Existe asimetría, porque los bancos podrían no disponer de toda la gama de información necesaria, para distinguir con exactitud

---

<sup>106</sup>Elosegui, P, Español, P.,Panigo, D y Blanco, E. (2007) "El impacto asimétrico de las restricciones al financiamiento en Argentina. Comparación por sector, tamaño y origen del capital (1995-2003), BCRA Ensayos Económicos 48- julio- septiembre 2007. Obra citada.

cuál es el tipo y nivel de riesgos que contienen los proyectos que les son sometidos.

Y en ese orden de cosas, seleccionan proyectos en función de un supuesto rendimiento esperado, desconociendo “ex ante” la distribución de la probabilidad del riesgo asumido. A la hora de establecer el contrato óptimo, definirán las tasas de interés a cobrar por los créditos. Dicha tasa será homogénea y dará lugar al racionamiento del crédito.

Esta actitud o razonamiento, distribuirá los fondos disponibles para créditos, en función de una tasa de corte impuesta por el banco. Es muy probable, entonces, que asigne partidas a quien no debería hacerlo (que está dispuesto a pagar una tasa muy por encima de lo normal), mientras que se desechan otros proyectos con rendimientos razonables que no pueden pagar la tasa de corte elegida.

Desde el punto de vista del SIC, sabemos que sus documentos reflejan siempre resultados de operaciones anteriores, consecuencia de decisiones tomadas en el pasado, para enfrentar mercados sujetos a reglas de juego, también del pasado. Sin embargo, podemos afirmar que puede exponer razonablemente *la situación inicial* económico-financiera de la firma o del proyecto a valorar.

¿De qué manera el SIC puede disminuir el riesgo de una “selección adversa”, que es una decisión “ex ante” a la firma del crédito a conceder?

Entendemos que el I.C.I. constituye el instrumento adecuado para hacerlo, en la medida en que su elaboración tenga en cuenta el producto y el mercado donde se inserta el proyecto o la firma, las tendencias en el corto y mediano plazo, la tecnología involucrada, los jugadores presentes y futuros, las barreras de entrada y salida y los recursos y capacidades necesarios para su desarrollo.

Debemos considerar, sin embargo, que la capacidad de los directivos es limitada a la hora de discernir, cuales son los elementos necesarios para tomar decisiones acertadas. A partir de H. Simon (1947), sabemos que las organizaciones se mueven en un mundo donde prevalecen la racionalidad limitada y el comportamiento satisfactorio.

Esto indica que los empresarios poseen aparentes limitaciones cognitivas para actuar de manera racional. No pueden diagnosticar a priori las alternativas de acción y conocer de cada una de ellas, las consecuencias resultantes de hacer o de no hacer. El propio Simon, H. sugiere esa incapacidad, al entender que los empresarios eran personas parcialmente racionales actuando en un entorno totalmente incierto, donde la captura de la información y el tiempo a utilizar, eran sumamente costosos.

Más allá de la elaboración del ICI, nunca debemos olvidar que esa racionalidad limitada es el principal elemento para confundir, quizás sin saberlo, el diagnóstico.

Fijar objetivos implica un juicio de valor sobre prioridades; desarrollar alternativas es fijar un juicio de valor sobre posibilidades; seleccionar una posibilidad es un juicio de valor por la elección de caminos y su evaluación y control es otro juicio de valor sobre las medidas correctivas a implementar. La cuestión se dificulta dado que no se pueden determinar si se han considerado todas las alternativas y ni siquiera si se analizaron objetivamente la relación absoluta de causalidad entre las decisiones asumidas y los efectos esperados-

Esa racionalidad sub- óptima está fundamentada en el carácter restringido del comportamiento y la naturaleza humana. ¿Y como hacen los administradores para suplir esa falta de conocimiento ?. Recurren al entrenamiento y al aprendizaje, para superar el umbral de las decisiones que solo son satisfactorias.

Según el grado de certeza en sus apreciaciones, el I.C.I. ofrece la posibilidad de disminuir el impacto de la “selección adversa”. Sin embargo, no obstante la calidad de las herramientas que puedan ponerse en su elaboración, siempre existirán los efectos colaterales de las decisiones tomadas por otros jugadores, lo que resulta imposible de anticipar.

Además, la incertidumbre de los mercados futuros, sujeta a miles de probabilidades de centenares de miles de organizaciones, será siempre un interrogante a la hora de hacer proyecciones.

**-Riesgo Moral:** Se origina después del nacimiento de una relación contractual. Simplificando su descripción, entendemos que si el principal desconoce el comportamiento futuro del otro agente, no le es posible fijar previamente las condiciones al respecto, a la hora de firmar el contrato correspondiente.

El SIC es un instrumento de información que solo puede relevar comportamientos anteriores, que puede dar certezas sobre si el empresario se ha ajustado en el pasado a sus compromisos. Pero no puede decir lo mismo acerca del futuro. En este caso, el aporte lo hace ICI, que contiene datos sobre investigaciones y actividades que la organización emprende en la búsqueda de su capacitación para enfrentar a la competencia. Desde luego, que el ICI Informa sobre el propósito de la gerencia, pero no nos puede asegurar cuáles serán sus respuestas ante cambios imprevistos en el sector.

#### **4-3 El Cuadro de Mando Integral**

Aunque el Cuadro de Mando Integral (C.M.I.) no ha sido diseñado para explicar la teoría de recursos y capacidades, la circunstancia de agrupar la información generada por la empresa desde varios puntos de vista, lo constituye en una herramienta poderosa para hacer uso práctico de aquella propuesta. En la actualidad interesa saber si esos desvíos son originados por problemas de logística, diseño, producción, calidad y tiempos de ciclo, entre otras. Lo que hay que



entender es que no desechan procedimientos como ABB (ActivityBasedBudgeting), costos estándares, sistemas de localización de costos indirectos, ABC (ActivityBasedCosting), ABM (ActivityBased Management), contabilidad por áreas. Todos ellos se usan en la medida que permitan obtener información que permita enlazar, como ya se explicó, Misión, Objetivos, Estrategias y Capacidades Centrales Críticas.

Para entender el enlace entre el CMI y el ICI, pasamos a explicar en primer lugar, el contenido de este último.

- Misión/Visión: Se explica más por una necesidad a satisfacer, que por productos o servicios determinados. Por ejemplo, *H.P. no hace computadoras sino que soluciona problemas en cuanto al manejo de la información.* Además, con la Misión se formula ideológicamente la imagen de cada organización, su carácter, que habilidades desarrollará y lo que su cliente deberá esperar de la compañía.

- Resumen de Recursos y Actividades: Es natural que de la Misión se desprenda cuales serán los “saberes críticos” que deberán potenciarse para satisfacer al cliente. Si se compite por calidad se necesitarán determinadas capacidades, que serán distintas si nuestro propósito de ganar mercados fuera, por ejemplo, con bajos costos, y también serán diferentes si pretendemos tener diseños novedosos. Esto es muy general y explicado de manera muy breve, pero también sabemos que si queremos aumentar nuestra cuota de mercado, los caminos iniciados por la firma pueden ser distintos o varios a la vez.

#### **4-3-1Ejemplo del Informe del Capital Intelectual**

En el siguiente cuadro, se expone un caso, que determina las posibles estrategias a emprender.

Por ejemplo, el objetivo estratégico es **“Aumentar la cuota de Mercado”**. ¿Cuáles son los intangibles críticos sobre los cuales la empresa debe trabajar?.

Definimos a tres a modo de ejemplo aunque pueden ser más y según cada estrategia, se enfatizará más sobre uno que sobre otro: **“Atraer y mantener los Recursos Humanos”**, **“Mejorar la Capacidad Innovadora”** y fijar **“Una política de Orientación al Cliente”**.

Aquí planteamos como **“Indicadores”**, uno para cada capacidad:

**Encuesta Satisfacción de Empleados** (para RRHH); **Analizar el retorno de I&D** (para Capacidad Innovadora) y **Encuesta Satisfacción Clientes** (para Orientación al Cliente)

Veamos la síntesis

**Management of Intangibles: Un modelo de Análisis.**

**Objetivo Estratégico Aumentar Cuota de Mercado**

<b><u>Intangibles Críticos</u></b>	<b>RR. HH:</b>	<b>Capacidad Innovadora</b>	<b>Orientación al Cliente</b>
<b><u>Recursos Intangibles</u></b>	<i>Calificados</i>	<i>Patentes</i>	<i>Fidelidad Clientes</i>
<b><u>Actividades Intangibles</u></b> (aumentar recursos)	<i>Formación</i>	<i>I&amp;D</i>	<i>Marketing</i>
<b><u>Actividades Intangibles</u></b> (medición y seguimiento)	<i>Encuesta Satisfacción Empleados</i>	<i>Analizar el Retorno de la I&amp;D</i>	<i>Encuesta Satisfacción del Cliente</i>

**Fuente: MERITUM 2002 (L. Cañibano, L.- .M. P. Sánchez)**

La información sujeta a relevamiento (medición y seguimiento de las actividades intangibles) es el fundamento esencial de la propuesta que sostiene que, a través de un ICI, podemos seguir el proceso de actividades que la empresa ha iniciado para mejorar sus capacidades intangibles.

En efecto, se señala que el proceso de derivar objetivos e indicadores para la Perspectiva del Proceso Interno, de los Clientes y de las tareas de Formación y Crecimiento, representa una de las distinciones más claras entre el Cuadro de Mando Integral (CMI) y los sistemas tradicionales de medición de actuación.

Todos los enfoques tradicionales tienen excesiva dependencia con los indicadores financieros, mientras que el Cuadro de Mando Integral (CMI) trata de complementarlos con medidas de calidad, rendimientos, tiempos de ciclo, incremento de capacidades y formación de recursos humanos.

Como conclusión a esta idea, señalamos que hasta tanto no logremos suministrar información adicional relevante – normalizada y sistematizada- que ponga en conocimiento *cuales son las capacidades intangibles de la organización*, como se las identifica, cuantifica y se las gestiona, la incertidumbre seguirá siendo el escenario que enfrentará el analista en el momento de calificarla en función de su valor / riesgo como inversión. (Cada actividad diferente y con estrategias diferentes, derivará en cuestionarios también diferentes: por eso lo único conceptual es el procedimiento: misión- capacidades- indicadores).

Pequeños pasos son dados por otros países (Dinamarca, Inglaterra, Holanda, entre otros), quienes exigen que en los Estados Contables – Cuadro de Resultados- se detallen los gastos en I&D, RR.HH. y todo aquello que represente inversión en intangibles. La OCDE elabora propuestas y el Informe de Capital Intelectual ( ICI) seguirá siendo por el momento un buen marco de referencia, por cuanto su propósito central está enfocado a identificar y relacionar los

Objetivos Estratégicos con la Misión, las Competencias Centrales y poder determinar así, cuales son los Indicadores elegidos para proceder a su medición.

Con el ICI complementando la *información financiera*, - y confeccionado a través de datos surgidos del CMI- estaremos mejor posicionados para tomar las decisiones que las circunstancias nos exigen, por cuanto sabremos – al menos- si la organización se prepara o no, para potenciar sus capacidades centrales destinadas a hacer frente a un entorno . No podremos seguir avanzando, hasta tanto pongamos en una sola línea, a las necesidades que vamos a satisfacer, con las capacidades que vamos a utilizar y con indicadores que reflejen de que manera estamos trabajando para ello. Esa información acerca de cómo nos capacitamos para hacer frente a un futuro incierto, jugará como *soporte fundamental* para el análisis del riesgo que los analistas elaboran para los que toman decisiones de inversión.

#### **Parte 4: NUCLEO DE LA INVESTIGACIÓN**

##### **5-CONCLUSIONES DE ANÁLISIS DE VARIABLES Y REGRESIÓN MÚLTIPLE.**

La búsqueda de información para esta investigación, nos ha permitido el paso desde una estadística descriptiva (recolección, resumen y presentación de datos), a una estadística inferencial, con el propósito de presentar algunas conclusiones que permitan arrojar alguna luz sobre posturas anteriores de la literatura, tanto vinculadas a los mercados financieros como al comportamiento de las empresas.

##### **5-1 Información Seleccionada**

Se trabajó con balances de una selección de empresas de origen argentino, y también de unas pocas filiales de firmas extranjeras, todas cotizantes en la bolsa de valores (MERVAL), cuyos períodos abarcan desde el primer trimestre de 1996 hasta el último trimestre del 2008. De esta manera, se intenta buscar tendencias que abarquen un período suficientemente extenso, que comprende tanto la crisis de comienzos de siglo como el período posterior de recuperación. Son datos obtenidos de los Balances de veintinueve (29) empresas seleccionadas entre las cotizantes, no financieras y en su mayor parte de origen nacional. Se entiende que son representativas de la actividad industrial y comercial de la República Argentina.

Como son controladas por la Comisión Nacional de Valores, existe un alto grado de certeza en cuanto a la calidad de la información contable que suministran, por cuanto aplican estrictamente en sus informes la normativa de las Resoluciones Técnicas de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas (FACPCE). Por eso la información es comparable a lo largo del tiempo y validan las conclusiones que se obtienen sobre el comportamiento empresarial. En este caso, la búsqueda de relaciones entre varios índices representativos de la actividad económica (rentabilidad, efectos de políticas de financiamiento, Inmovilización, etc.) que confronten las decisiones empresariales frente a escenarios macro, como tasas de crecimiento del PBI, o de inflación, políticas de créditos, entre otras.

Este análisis se propone como objetivo central, obtener información para descubrir el grado de certeza de algunos conceptos contables estructurales (AC, ANC, PC, PN) sobre la rentabilidad futura (ROA y ROE) de las organizaciones. Entender sus efectos sobre el éxito o fracaso de las estrategias empresarias.

**a- Información Estadística por Empresa y por Trimestre:**

En este caso, se obtuvieron los ratios ROA, ROE, Liquidez, Endeudamiento, AC/ AT, ANC/AT, Inmovilización,

Solvencia y  $(AC-PC) / AT$ , para todos los balances trimestrales, desde el primero de 1996 hasta el último del año 2008. A partir de esos índices, se elaboran los estadísticos Media Aritmética, Varianza, Desvío Estándar, Coeficiente de Variación, Mínimo y Máximo, para cada uno de los ratios contables (ROA, etc). Se ha agregado también la combinación “Capital de Trabajo  $(AC - PC) / Activos Totales$ ”, la que permite comparar empresas de magnitudes muy diferentes, en cuanto a la inversión en activos fijos (por ejemplo, agrícola- ganaderas o industriales frente a aquellas que son comerciales y o de servicios o conformadas únicamente de activos intangibles), pues solo compara magnitudes entre el capital de trabajo y los activos totales involucrados en la explotación.

**b- Información Estadística de los Ratios por Trimestre:** Lo que se busca en este ordenamiento de datos, es revelar los ratios de todas de las empresas, en un período determinado. En la tarea se obtuvieron valores representativos promedio de los ratios estimados, para poder responder preguntas de manera comparativa, en términos de períodos, sectores, del estilo benchmarking.

**c- Información Estadística por Año y por Sector**

**Económico:** En esta ocasión, se toman solo los dos índices más relevantes que ofrece la información contable (ROA y ROE), para observar el comportamiento por Sector Económico y por períodos. Las actividades fueron clasificadas partiendo de la información suministrada por el Mercado de Capitales, en los siguientes sectores: Alimentos y Bebidas, Energía Eléctrica, Grupo Concesionarios, Comercio y Servicios y Grupos

Industriales. Como medida de tendencia central se considera la Media Aritmética, como medidas de dispersión la Varianza, el Desvío Estándar y de dispersión relativa el Coeficiente de Variación. *La información ordenada posibilita acercar datos de forma similar a la segunda metodología (ejemplo, ROA 12/2006, de las veintinueve (29) empresas, con sus correspondientes media, desvío estándar, etc.), pero además se subdividen en sectores, para hacer similares análisis de tipo parcial (ejemplo, media del mes 12 del 2006, pero del sector Alimentos y Bebidas.).*

d- Finalmente se avanza en estimación de intervalos de confianza, prueba de hipótesis, análisis de variancia y regresión múltiple, para completar el cuadro de información requerida. Como ya expresamos, las empresas seleccionadas fueron clasificadas partiendo de la información suministrada por el Mercado de Capitales, en Alimentos y Bebidas, Energía Eléctrica, Grupo Concesionarios, Comercio y Servicios y Grupos Industriales.

Además, reiteramos que una de las ideas centrales ha sido encontrar pruebas sobresi se cumplen los fundamentos de la nueva teoría de la firma. Este pensamiento, desde el punto de vista práctico, se apoya en la idea de que las empresas son diferentes entre sí, concepto al cual nos referimos en varias oportunidades.

Finalmente se avanza en estimación de intervalos de confianza, prueba de hipótesis, análisis de variancia y regresión múltiple, para validar los análisis estadísticos efectuados.

Cuando se tomaron las muestras, se efectuaron las comprobaciones que se requieren para que los datos tengan relevancia.

Se aplican “intervalos de confianza” con un 95 % de confianza y también se hacen las pruebas de “hipótesis nula” para  $\alpha = 0.05$ .

En el caso de la comparación entre **“ROA 2008 sin Grupo Concesionarios, frente a ROA del Grupo Concesionarios”**, hacemos las siguientes observaciones.

*De un promedio de casi un 9 por ciento de utilidad sobre Activos (para el resto de todas las empresas), pasamos a un pobre 1,2% obtenido por las firmas del Grupo Concesionarios.*

*Pero a pesar de ese magro margen, (dentro de una muestra muy pequeña), el coeficiente de variación es notable (326 %). Aunque a primera vista, el mínimo y máximo de cada categoría podría hacer suponer lo contrario. Las empresas del grupo concesionario tienen una menor rentabilidad – casi nula-, pero sorprendentemente un coeficiente de variación muy superior.*

También elegimos otras muestras como por ejemplo, el **“ROE 2007 sin Alimentos y Bebidas, frente al ROE 2007 de Alimentos y Bebidas.**

*De igual manera, en este ejemplo, se toman dos grandes grupos, por un lado al sector Alimentos y Bebidas y por el otro, al resto de las empresas seleccionadas. En este caso, se obtiene la información de veintiocho (28) del grupo cotizante en bolsa.*

*Las diferencias no se dan tanto en los promedios, ni en el desvío estándar, ni en el CV, sino en los valores máximos y mínimos. Las diferencias son importantes tanto entre empresas del mismo sector (A. y B.), como en el resto de las distintas actividades, donde una de ellas alcanza un ROE del 41 por ciento.*



Cuando comparamos **“ROE 2008 sin Alimentos y Bebidas, frente al ROE 2008 de Alimentos y Bebidas”**, nos encontramos con otra realidad.

*En ROE 2008 tenemos veintiún (21) empresas del resto de los sectores, frente a cinco (5) pertenecientes a Alimentos y Bebidas. Una vez más, existe una notable separación entre sectores en cuanto al promedio del ratio (16,6 frente a un 5,7 %) y con la particularidad de que el sector concentrado de alimentos y bebidas tiene un CV de solo 50% frente al 167 % del resto. No obstante, en los dos casos, los valores extremos son importantes.*

## **5-2 Análisis de Variables**

### **5-2-1 Por Empresa y Trimestres (12 años)**

En el trabajo fuimos comparando el comportamiento del ROA y ROE en cada una de las empresas, tomando los valores que surgen de los balances que van desde 1996 hasta 2008 inclusive. Asimismo, se hizo lo propio por sectores, para ver como se comportaron esos dos indicadores en ese lapso.

El análisis por empresa muestra su comportamiento a lo largo de los años, para vincular el éxito de su respuesta en las crisis frente a otras competidoras. En cambio, el segundo enfoque – analizar el comportamiento dentro de cada sector- pretende obtener resultados en cuanto al posicionamiento de los defensores de la nueva teoría de la firma, que destacan que la mayor dispersión (desvío estándar) o variabilidad de las utilidades, ocurre entre empresas competidoras.

#### **a- Variabilidad en el ROA**

En general, las variaciones son muy grandes, teniendo en cuenta que se trata de empresas generalmente, si bien no necesariamente monopólicas, por lo menos forman parte de oligopolios

que compiten más por calidad y servicios que a través de una guerra de precios. Y hasta en algunos períodos con precios administrados a través de alguna regulación gubernamental.

La dispersión es grande. Por ejemplo, vemos un ROA de 0,3666, así como también tenemos un valor de -1,956. La media del ROA (en sus **valores máximos**, para todas las empresas seleccionadas y en doce años de balances trimestrales), ha sido de un 0,16, con un desvío estándar del 0,08 y un coeficiente de variación de 51,8 por ciento.

A la luz de los valores extremos, no ha sido muy elevado el desvío sobre la media (como promedio general y no determinada por sectores económicos, en forma sectorial), teniendo en cuenta la diversidad de actividades involucradas. Al parecer, esos números alejados de la media, son consecuencia de las graves crisis que afectan periódicamente a nuestro escenario económico.

Por otra parte, las oscilaciones han sido más rotundas en los **valores mínimos**, donde el promedio ha sido -0,26, el desvío estándar se ubicó en 0,36 y el coeficiente de variación alcanzó un valor de -139,43 por ciento.

#### **b- Variabilidad en el ROE**

Con respecto al ROE, las cosas han sido un poco diferentes y se observan los siguientes resultados. Salvo ALUAR SA y Bodegas Esmeralda SA, el resto de las empresas seleccionadas (27) han tenido en algún período ROE negativo. Sin embargo, en otros casos el apalancamiento financiero ha sido muy exitoso porque existen valores máximos que se mueven en el orden del 20 al 50 % de ROE para varias empresas.

Esta circunstancia nos da, por lo tanto, un promedio para los **valores máximos** de 0,47, pero con un desvío estándar de 0,87, lo que determina un coeficiente de variación que supera el 184 por ciento.

Por otra parte, en cuanto a **valores mínimos** de ROE tenemos un -1,72, con un coeficiente de variación de -226,04.

### **c- Sectores Económicos**

Como ya señalamos, utilizamos la división por Sectores Económicos según la clasificación I.A.M.C. que comprende a veintidós actividades, incluyendo la categoría PyMEs (con una sola empresa, por el momento). De ese total, seleccionamos al azar veintinueve (29) empresas contenidas en solo trece (13) sectores. Luego, esos trece sectores los reducimos a solo cinco (5), a saber: **Alimentos y Bebidas; Energía Eléctrica; Grupo Concesionarios; Grupo Servicios y Comerciales y Grupo Industriales.**

De cada sector calculamos los índices y luego sus correspondientes estadísticos, por año y por sector. También, por supuesto, un estadístico general que promedia a todos los sectores.

Por ejemplo, en Alimentos y Bebidas, la Media (promedio) del ROA de los últimos doce años, para Bodegas Esmeralda SA, ha arrojado un rendimiento del 0,07. Hay numerosos casos de oscilaciones importantes en el coeficiente de variación (CV): el ROA y ROE de Molinos Río de la Plata y Quick-food, alcanzaron una oscilación del 773 y 1605 por ciento y del 317 y 469 por ciento, respectivamente.

En ese mismo período, el ratio de Liquidez para Bodegas Esmeralda SA, tuvo un CV del 411 %, el denominado de Endeudamiento del 250 %, el de Solvencia de 233 %, y el de AC/ANC de 747%. Por su parte, San Miguel SA tiene una variación negativa del - 580, y del - 317 por ciento, para los mismos ratios: ROA y ROE.

En los doce años transcurridos, existen variaciones muy grandes, producto de la competencia y de los avatares de la economía argentina. Molinos Río de la Plata, tuvo por ejemplo un ROA con una media del 0,004 con un desvío estándar del 0,033 y un CV del 771,58 %. El ROE con mas variaciones, alcanza una media del 0,005, un desvío del 0,081 y un CV del 1604,65 %.

Hay, no obstante, empresas con mejores y peores resultados.

### **5-3 Temas Emergentes**

#### **5-3-1 La Q de Tobin y los Activos Líquidos**

Un estudio del Banco Central (revista n° 48 Ensayos Económicos)<sup>107</sup> arroja resultados relevantes, sobre la magnitud de retención de fondos líquidos de las empresas, en función de su tamaño. El panel representa organizaciones que suman el 25 % de la inversión bruta interna, el 34 % del valor agregado, el 77 % de las exportaciones y concentran 500.000 puestos de trabajo. El 33% tiene solamente accionistas nacionales, mientras que el 57 % tiene como accionista controlante a un extranjero. Según sus autores, la distribución por tamaño no es homogénea. Tienen en cuenta la facturación y el número de empleados. No contienen aquellas de actividad agropecuaria.

Sobre estos datos, se utilizan en este estudio otras herramientas estadísticas, que hemos considerado que pueden enriquecer la investigación.

El grado de retención de activos líquidos frente al resto de sus otros activos (podríamos llamarlo su preferencia por la liquidez), diferencia con datos robustos a las denominadas grandes frente a las chicas.

La relación Activos Líquidos / Capital en las Grandes tiene una media del 0,041 (de cada \$ 100 de capital, \$ 4,10 de liquidez). Mientras que para las chicas esa magnitud se eleva a \$13,8 frente a \$100.

Aplicamos como herramienta de análisis “Covarianza y Coeficiente de Correlación” para observar el comportamiento de las variables. Este último (C. de C) y no la covarianza, es la medida que nos permite obtener la fortaleza relativa de una relación lineal entre dos variables.

En el caso analizado, el valor es significativo (0,81) nos dice que – en el curso de ocho años- se mantiene casi inalterable la proporción de

---

<sup>107</sup> “El impacto asimétrico de las restricciones al financiamiento en Argentina. Comparación por sector, tamaño y origen del capital (1995-2003).(2007) ; Elosegui, P.; Español, P.;Panigo, D. y Blanco, E. Revista n° 48 Ensayos Económicos. BCRA.

activos líquidos retenidos por las empresas, cuyos porcentuales no difieren – según la división por tamaño- con el paso del tiempo.

En otras palabras, la magnitud de la retención de activos líquidos – por presencia de un fuerte racionamiento- en las pequeñas, no es consecuencia de una situación meramente estacional, sino producto de una cuestión estructural: su tamaño determina la necesidad de una mayor reserva de liquidez para afrontar sus obligaciones de corto plazo, producto de la ausencia de una fluida atención crediticia por parte de los proveedores de fondos institucionales.

No obstante, se entiende que <sup>108</sup> existen algunos hechos estilizados en las Finanzas Corporativas a nivel internacional. Por ejemplo, que las empresas padecen restricciones financieras. En contradicción con M.M., la capacidad de inversión de las empresas depende de la capacidad de generar fondos propios.

Lo más sorprendente – siguiendo al mismo autor- es la comprobación que no hay diferencias tajantes en las restricciones percibidas entre grandes y pequeñas, aunque si en países con distinto nivel de desarrollo financiero. Todo indica que los factores macro son más importantes que las diferencias en el grado de asimetría informativa. <sup>109</sup>.

La asimetría en la información y la incertidumbre futura de los mercados (ambos conceptos son absolutamente diferentes), son responsables de las restricciones financieras y del denominado “peking-order” (Myers, S. C., 1984), que prioriza a los fondos propios, sobre los préstamos institucionales y la emisión de acciones como el tercer camino preferido para obtención de liquidez para inversiones por parte

---

<sup>108</sup>Bebczuck, Ricardo (2010) , en “Progresos en Finanzas”, Asociación Argentina de Economía Política.

<sup>109</sup>Obra citada.

de las empresas. Es una mirada de las restricciones a la inversión, desde los datos microeconómicos de las empresas.

Otro hecho estilizado a nivel internacional, según Bebczuck,R. (2010),<sup>110</sup> consiste en afirmar que los fondos propios son la principal fuente de financiamiento de las empresas. En segundo orden, el uso de la deuda supera ampliamente a la emisión de acciones. (Argentina: 79 %, 17,3 % y 3,7%),

Sin embargo, el tema tiene dos miradas diferentes. El Enfoque de la Inversión, donde su magnitud depende de la Q de Tobin(o “Q” media) y de la Q marginal, para las empresas que no cotizan en bolsa. En los dos casos, la decisión a invertir depende de la diferencia entre el ingreso y el costo, en una unidad marginal de capital.

En cambio, con el Enfoque de Liquidez, se supone que ante asimetrías de información e incertidumbre, es la retención de fondos líquidos el indicador clave de que la empresa enfrenta restricciones al financiamiento. Su efecto es igual a exceso de stocks, que eliminan incertidumbre pero agregan costos por fondos ociosos (Tema que originó el desarrollo de la técnica “Just in Time”, para los inventarios y que produjo una revolución en las prácticas administrativas). La tenencia de “stocks financieros” además de poner en evidencia el racionamiento, es también por otro lado una imagen para el mercado como medida de robustez empresarial, por cuanto sus tenencias de fondos garantizan el cumplimiento de obligaciones.

### **5-3-2 Estructura Financiera por Tamaño**

Se aplican herramientas estadísticas, tomando la información del relevamiento de la Encuesta de Grandes (ENGE), por el período

---

<sup>110</sup>Obra citada.

1995-2003, donde se diferencian las empresas por tamaño, sector de actividad y origen del capital. Esta base de datos, cuyo origen proviene del INDEC, origina un trabajo del Banco Central,<sup>111</sup> cuyos contenidos forman parte sustancial de este subcapítulo.

Por otra parte, hasta el presente, no existen fuertes planteamientos en cuanto a discutir si existen otras relaciones de causa- efecto, en cuanto al racionamiento del crédito. Se da casi como una afirmación sin discusión, la existencia de una relación inversa entre asimetrías en la información y el tamaño. No obstante, recordemos la negación de diferencias tajantes en virtud de su tamaño.<sup>112</sup>

En este caso se diferencian las grandes y pequeñas, en varias composiciones de activos y pasivos.

### **Uso de Fondos (Tamaño)**

<b>Activos Líquidos / Capital</b>		<b>Dividendos / Capital</b>		
<b>Año</b>				
<b>Grandes</b>	<b>Pequeñas</b>	<b>Grandes</b>	<b>Pequeñas</b>	
<b>1996</b>	<b>0,028</b>	<b>0,103</b>	<b>0,043</b>	
<b>1997</b>	<b>0,025</b>	<b>0,145</b>	<b>0,015</b>	<b>0,012</b>
<b>1998</b>	<b>0,027</b>	<b>0,131</b>	<b>0,043</b>	<b>0,005</b>
<b>1999</b>	<b>0,032</b>	<b>0,124</b>	<b>0,006</b>	<b>0,003</b>

<sup>111</sup>Obra Citada

<sup>112</sup>Bebczuk, R., (2010). Obra citada



<b>2000</b>	<b>0,025</b>	<b>0,099</b>	<b>0,006</b>	<b>0,003</b>
<b>2001</b>	<b>0,025</b>	<b>0,099</b>	<b>0,006</b>	<b>0,003</b>
<b>2002</b>	<b>0,094</b>	<b>0,174</b>	<b>0,011</b>	<b>0,004</b>
<b>2003</b>	<b>0,070</b>	<b>0,219</b>	<b>0,010</b>	<b>0,011</b>
<b>Media</b>	<b>0,041</b>	<b>0,138</b>	<b>0,017</b>	<b>0,007</b>

**Fuente: Banco Central de la República Argentina, en base a datos del INDEC, tomados en una encuesta a grandes empresas (ENGE :2005/2003)**

**GRANDES (ACTIVOS LIQUIDOS/ CAPITAL)**

<b>1996</b>	<b>0,028</b>	<b>MEDIA</b>	<b>0,040778</b>
<b>1997</b>	<b>0,025</b>	<b>VARIANZA</b>	<b>0,00060794</b>
<b>1998</b>	<b>0,027</b>	<b>DESVEST</b>	<b>0,02465653</b>
<b>1999</b>	<b>0,032</b>		
<b>2000</b>	<b>0,025</b>		
<b>2001</b>	<b>0,025</b>	<b>COEF. DE VAR.</b>	<b>60,4656036</b>

<b>2002</b>	<b>0,094</b>	<b>CURTOSIS</b>	<b>1,95649296</b>
<b>2003</b>	<b>0,07</b>	<b>MAX.</b>	<b>0,094</b>
<b>Media</b>	<b>0,041</b>	<b>MIN.</b>	<b>0,025</b>

**PEQUEÑAS (ACTIVOS LIQUIDOS/CAPITAL)**

<b>1996</b>	<b>0,103</b>	<b>MEDIA</b>	<b>0,136750</b>
<b>1997</b>	<b>0,145</b>	<b>VARIANZA</b>	<b>0,00177221</b>
<b>1998</b>	<b>0,131</b>	<b>DESVEST</b>	<b>0,04209768</b>
<b>1999</b>	<b>0,124</b>	<b>COEF. DE VAR.</b>	<b>30,7844062</b>
<b>2000</b>	<b>0,099</b>	<b>CURTOSIS</b>	<b>0,89472864</b>
<b>2001</b>	<b>0,099</b>	<b>MAX.</b>	<b>0,219</b>
<b>2002</b>	<b>0,174</b>	<b>MIN.</b>	<b>0,099</b>
<b>2003</b>	<b>0,219</b>		
<b>MEDIA</b>	<b>0,138</b>		

La relación entre las empresas y su grado de retención de activos líquidos frente al resto de sus otros activos (podríamos llamarlo su preferencia por la liquidez), diferencia con datos robustos a las denominadas grandes frente a las chicas. Aunque el tamaño sea un concepto difuso, relativo y que varía según la dimensión de las economías nacionales, sirve para marcar las diferencias en el

tratamiento en cuanto a la oferta de créditos para el financiamiento de inversiones o de capital de trabajo. Por supuesto que también existen otros factores distintos a su tamaño, como es el riesgo país y la coyuntura económica, por ejemplo, que son fuertes condicionantes a la hora de ofrecer líneas de créditos para las firmas demandantes.

### **COVARIANZA Y COEFICIENTE DE CORRELACIÓN**

**(Activos Líquidos / Capital)**

<b>Grandes</b>	<b>Pequeñas</b>	<b>(X-XBar)<sup>2</sup></b>	<b>(Y-YBar)<sup>2</sup></b>	<b>(X-XBar)(Y-YBar)</b>
0,028	0,103	0,0003	0,0018	0,0007
0,025	0,145	0,0004	0,0000	0,0000
0,027	0,131	0,0003	0,0002	0,0003
0,032	0,124	0,0001	0,0005	0,0003
0,025	0,099	0,0004	0,0022	0,0009
0,025	0,099	0,0004	0,0022	0,0009
0,094	0,174	0,0025	0,0008	0,0014
0,07	0,219	0,0007	0,0053	0,0019
0,07	0,219	0,0007	0,0053	0,0019

**Sums: 0,005624 0,018418889 0,0082**

:

<b>Calculations</b>	
<b>XBar</b>	<b>0,044</b>
<b>YBar</b>	<b>0,145888889</b>
<b>n-1</b>	<b>8</b>
<b>Covariance</b>	<b>0,001026</b>
<b>S<sub>x</sub></b>	<b>0,026514147</b>
<b>S<sub>y</sub></b>	<b>0,047982925</b>
<b>R</b>	<b>0,806460272</b>

El coeficiente de correlación es la medida que nos permite obtener la fortaleza relativa de una relación lineal entre dos variables.

Los valores oscilan entre -1 para una correlación negativa perfecta, hasta + 1, que significa una correlación positiva perfecta. En el diagrama de dispersión se ubican los datos poblacionales y se llama con la letra griega “p” al coeficiente de correlación.

En el caso analizado, el valor es suficientemente elevado (80,6%) y pone de manifiesto que – en el curso de ocho años- se mantiene casi inalterable la proporción de activos líquidos retenidos por las empresas, cuyos porcentuales no difieren – según la división por tamaño- con el paso del tiempo.

En otras palabras, la magnitud de la retención de activos líquidos – por presencia de un fuerte racionamiento- de las pequeñas, no es consecuencia de una situación meramente estacional, sino

producto de una cuestión estructural: su tamaño determina la necesidad de una mayor reserva de liquidez para afrontar sus obligaciones de corto plazo, producto de la falta de una fluida atención crediticia por parte de los proveedores de fondos institucionales.

De ese mismo estudio, se desprende la vinculación entre “Deuda Financiera de Corto Plazo / Deuda Financiera”. Obtiene una media del 0,5 para las grandes y de 0,9 para las pequeñas y esa relación es indicativa de la diferenciación. Para las chicas, la deuda financiera de corto equivale al 90 % del total de la deuda a instituciones de crédito: *no tienen acceso al financiamiento bancario de largo plazo*. Observamos que la correlación es positiva y suficientemente importante el coeficiente muestral de correlación (al aplicar Covarianza) adquiere un valor importante (64,6 %), indicando una vinculación positiva entre ambas proporciones.

En cuanto a la relación “Deuda Financiera/ Deuda Total”, en las grandes empresas el valor llega casi al 60% (relación pasivo total versus financiamiento bancario), mientras que a las PyMEs solo les toma el 33 % del pasivo total, prueba evidente del racionamiento. El Coeficiente de Correlación llega hasta el 82,1 %, marcando como constante la vinculación entre la alta proporción de deuda financiera sobre la deuda total en las grandes empresas y su menor incidencia – por el racionamiento sistemático- en las PyMEs. La información estadística se encuentra en los anexos a esta tesis.

Finalmente, al carecer de suficientes fondos propios, también es indicativo el análisis que muestra el mayor endeudamiento como proporción de los activos en las PyMEs, en comparación con el de las grandes. Y el coeficiente de correlación lo corrobora al alcanzar el 86,2 %.

También efectuamos algunas comparaciones vinculadas a la estructura de financiamiento, según el origen del capital.

Por ejemplo, las diferencias más notables se encuentran en términos de la tasa de interés implícita y en el nivel de financiamiento de largo plazo. Como consecuencia de ello, (por racionamiento) las firmas nacionales tienen menos endeudamiento con el exterior.

Además, efectuamos comparaciones con información proveniente del BCRA, teniendo en cuenta el nivel de bancarización de la Argentina. Ya sabemos que, en números absolutos y relativos, es muy bajo. No solo en su cotejo frente a la magnitud del correspondiente a los Países Desarrollados, sino al enfrentarlo con zonas como Asia Oriental. Aún más, a pesar de ser escaso su desarrollo en América Latina, tampoco podemos superar los promedios del resto de los países iberoamericanos.

### **5-3-3 Estadística por Sector Económico**

También hicimos análisis de empresas agrupadas por sector económico (ROA y ROE), a través de los doce años. Al menos podemos consignar que los sectores económicos actúan en forma independiente del resto de los otros grupos. Y al mismo tiempo, las empresas de cada sector, se mueven con relativa independencia entre ellas, originando oscilaciones en sus ROA y ROE, que van desde valores cercanos (ALIMENTOS Y BEBIDAS, 31/12/2008: 49,8 y 50,5 %, respectivamente) hasta extremadamente alejados (448,62 y 1.069,24 %).

Estos resultados proponen, como ya lo manifestamos, una fuerte oposición al paradigma de la corriente de la Organización Industrial, conocido como Estructura- Conducta- Desempeño <sup>113</sup>, cuyo análisis destaca que no habría que esperar diferencias apreciables en la rentabilidad obtenida por empresas de un mismo sector industrial. Si las hubiera –agregan– en el corto plazo serían imitadas las estrategias y aquellas desaparecen.

---

<sup>113</sup>Teoría y autores ya citados.

Estas ideas otorgan además un papel relevante a los *factores externos*, como variables fundamentales para explicar el resultado empresarial.

Las comprobaciones efectuadas sugieren que la nueva teoría basada en los Recursos (Wernerfelt, B. 1984), y Capacidades Dinámicas (Teece, D., Pisano, G. Shuen, A., 1997) y en el Conocimiento (Grant, R., 1996), tiene mayores posibilidades de desarrollo <sup>114</sup>.

Se hace cada vez más fuerte el concepto de que las organizaciones son únicas y irrepetibles, producto de un conjunto de rutinas observables (*explícitas*) o no (*implícitas*), originadas en aptitudes humanas personales y de grupos producto de la interacción del conocimiento originado en el interior de cada una de ellas. La varianza (y el correspondiente CV) en el ROA y en el ROE, nos indican que los éxitos o fracasos no son una respuesta a las capacidades que enriquecen o no, los activos intangibles de las organizaciones

#### **5-3-4 Comparación de Varias Muestras: ANOVA**

Como una herramienta más robusta para comprobar hipótesis referente a la teoría de la firma, utilizamos el análisis denominado ANOVA. Se utiliza el **análisis de varianza** para comparar las medias de dos o más grupos. ANOVA es un acrónimo para “ANalysis Of VAriance”, que pretende analizar las diferencias entre las medias del grupo y no las varianzas.

El método ANOVA se utiliza para una variable continua (como ROE o ROA) versus cualquier otra variable independiente categórica (definición de sector o tamaño). La hipótesis que se testea es que la media de la variable dependiente es igual para cada nivel de la variable independiente. Se obtiene un estadístico F que surge del

---

<sup>114</sup> Obras citadas.

cociente de la variabilidad entre las medias de cada grupo y la variabilidad existente dentro cada grupo. Si la variable dependiente en las distintas poblaciones (definidas como cada nivel de la variable independiente) es normal y homoscedástica, F se distribuye según la F de Fisher-Snedecor, y la hipótesis nula de igualdad de medias puede rechazarse si el p-valúe es inferior al nivel crítico (por ejemplo 5%).

La tarea se subdivide en dos partes: la que establece la diferencia de las medias entre los grupos y la que informa sobre la diferencia que existe dentro de cada grupo.

Cuando tomamos el ROA de dos grupos **Comercio 1996 e Industria 1996**, medimos que la varianza dentro de cada grupo es mucho mayor que la varianza entre los grupos, poniendo de manifiesto por lo menos en esta oportunidad, la comprobación de los fundamentos expuestos por la nueva corriente de pensamiento.

Mientras la Razón F sea inferior a uno (1), - en este caso su resultado fue 0,73- significa que la varianza dentro de los grupos es mayor a la varianza entre los grupos.

Cuando tomamos como referencia al **Sector Comercio 2004 frente al Sector Industria 2004**, vuelve a observarse una varianza significativa del ROA intra-grupos (y mucho más pequeña la que resulta de la comparación del ROA entre grupos).

Como en el ejemplo anterior, el valor de la Razón F es bastante inferior a uno (1), - 0,13 - confirmando que la varianza intra grupo sigue siendo mayor a la detectada entre los *grupos*.

También se hizo lo propio con **ROA 2007 Industria y ROA 2007 Comercio** Otra vez, la varianza intra grupos es más elevada. A simple vista, se constata el dato frente a aquella que representa las variaciones entre los grupos. Se repite, aunque con menor intensidad, el valor de la Razón F sigue siendo menor que uno (1).



Por su parte, cuando tomamos **Alimentos y Bebidas contra el Sector Industrial (ROA 2008)** vemos que existe un raro comportamiento en cuanto a rentabilidad dentro del grupo seleccionado. En efecto, el CV del sector Alimentos y Bebidas solo alcanza a un valor menor al 50% frente a más del 300% correspondiente al CV del resto de la industria. Observamos además que la Prueba -F da un valor elevado, lo que en términos estadísticos significaría que en este caso es mucho mayor la variación entre grupos que dentro de cada uno de ellos.

Frente a estos resultados, la primera conclusión indica que el comportamiento intra- grupos tiene un mecanismo propio, independiente de las políticas o estrategias que mueven a los sectores en general. Como evidencia se plantea que los CV del ROA o del ROE se manifiestan con tendencias disímiles.

Existen varias comparaciones adicionales cuyos resultados no mencionamos en esta pequeña síntesis.

### **La Covarianza y el Coeficiente de Correlación**

Uno de los objetivos a alcanzar (y también porque no, fundamentos) de la contabilidad moderna, consiste en afirmar que con la aplicación de determinados índices sobre contenidos de los Estados Contables, se obtendrían conclusiones que nos permiten ser capaces de predecir- con un alto porcentaje de probabilidad- el futuro económico financiero de la organización.

Por todo eso intentaremos buscar si existen relaciones entre distintos valores y luego su probable vinculación, en una relación causa- efecto.

En principio, sabemos que la covarianza mide la fortaleza de la relación entre dos variables numéricas. Se sabe que tiene un defecto importante como medida de vinculación. Para disminuir esa falencia, utilizamos el Coeficiente de Relación.

El siguiente paso, será usar como herramienta el método de Regresión Múltiple, para buscar si además de correlación existen explicaciones a ese comportamiento de la variable dependiente.

Por lo tanto, inicialmente hicimos tres análisis donde vinculamos al ROA (1996) de todas las empresas (valor medio) y lo relacionamos primero con el ratio AC / AT. En segundo lugar con Liquidez y por último con Endeudamiento. Brevemente, digamos que la pretensión consiste en observar relaciones entre resultados (ROA) y el posicionamiento estructural de la empresa, con sus índices de liquidez, grado de endeudamiento y relación de sus activos corrientes con sus activos totales.

En los ejemplos, el coeficiente de correlación “r” alcanza los siguientes valores:

1- 0,023728886

2- 0,191524107

3- -0,13999667

En ninguno de los tres casos, el coeficiente manifiesta alguna relación entre las dos variables consideradas. Más aún, los resultados indican que – por el contrario- sin importar relación de causa efecto, la vinculación entre las variables consideradas es prácticamente inexistente.

### **5-3-5 Regresión Múltiple**

Los modelos de regresión múltiple utilizan diversas variables independientes. Y al igual que el modelo simple, es para predecir la variable dependiente “Y”.

En primer lugar, aplicamos como variable dependiente UN/PN (ROE), y como variables explicativas PT/PN (Endeudamiento) y UNAI / AT (ROA), para ejercicios cerrados al 31 de diciembre de 2007. Ya dijimos que en Regresión, se define al coeficiente de determinación R. Squared, como una medida descriptiva del ajuste global del modelo, cuyo valor es el coeficiente de variabilidad explicada y la variabilidad total. Pero agregamos que también que depende mucho de la existencia de otras variables introducidas. Y esto se soluciona con el aditamento del coeficiente de determinación corregido.

Y por tanto, afirmamos que la aplicación del sistema nos está señalando que, para el año 2007, el resultado de los datos explican que sobre el 100 por ciento de respuesta (comportamiento de la variable dependiente), un 87,70 % (Adjusted R- Squared), depende de los valores de las variables independientes del modelo. En palabras más afines con la profesión, el ROE de las empresas seleccionadas, dependería en función de la metodología utilizada (regresión múltiple), en casi en un 88 por ciento de los movimientos y valores de las variables independientes utilizadas (ROA y Endeudamiento).

Sabemos de la vinculación entre el ROA (UB/AT) y el ROE (UN/PN). El comportamiento de este último, se explica por el resultado del primero, más los efectos del endeudamiento (PT/PN). Metodológicamente, el  $ROE = ROA + D/E (ROA - i) (1-t)$ .

No obstante, lo exponemos por dos razones:

- 1- Demuestra en su vinculación, la fortaleza de los datos tomados y de la eficacia del método de regresión

múltiple. En efecto, la respuesta ha sido que representan una sola identidad.

- 2- Existen trabajos de investigación, donde se ha planteado como un resultado exitoso, la demostración (a través de la aplicación del método de regresión), de que son dos variables donde una es dependiente de la otra.

**Para ejercicios cerrados en último trimestre de 2007**

Dependent Variable: UN/PN (ROE)

Method: LeastSquares

Date: 04/12/10 Time: 18:01

Sample: 1 25

Included observations: 25

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.058401	0.020267	-2.881547	0.0087
PT/PN	0.092881	0.014627	6.349763	0.0000
UNAI/AT	1.962825	0.155027	12.66121	0.0000
R-squared	0.887229	Mean dependentvar		0.142205
Adjusted R-squared	0.876977	S.D. dependentvar		0.113487
S.E. of regression	0.039805	Akaikeinfocriterion		-3.497473
Sum squared resid	0.034858	Schwarzcriterion		-3.351208
Log likelihood	46.71841	Hannan-Quinn criter.		-3.456905
F-statistic	86.54292	Durbin-Watson stat		1.613014

Prob(F-statistic) 0.000000

---

---

Cuando aplicamos la misma metodología para los balances cerrados el 31 de diciembre de 2008, y utilizando las mismas variables, el resultado arrojó un valor del orden del 85 %.

### **Para ejercicios cerrados en último trimestre de 2008**

Dependent Variable: UN/PN

Method: LeastSquares

Sample: 1 28

Included observations: 28

---

---

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.040272	0.022111	-1.821305	0.0805
PT/PN	0.043107	0.016184	2.663617	0.0133
UNAI/AT	2.064570	0.171633	12.02899	0.0000

---

---

R-squared	0.852828	Mean dependentvar	0.097435
Adjusted R-squared	0.841054	S.D. dependentvar	0.126102
S.E. of regression	0.050274	Akaikeinfocriterion	-3.041681
Sum squaredresid	0.063188	Schwarzcriterion	-2.898945
Log likelihood	45.58354	Hannan-Quinn criter.	-2.998045
F-statistic	72.43476	Durbin-Watson stat	2.094071

Prob(F-statistic) 0.000000

---

### **5-3-6 Regresión Múltiple con Ratios Estructurales**

Por lo tanto, en esta segunda ocasión tratamos de relacionar el ROA o ROE con los ratios de Liquidez, Solvencia y AC/ AT (relación de activo corriente – capital de trabajo- frente al activo total).

Además, aplicamos la metodología de regresión por pasos, que consiste en ir eliminando variables para ver el peso de cada una de ellas en el resultado final de la prueba estadística.

#### **a- Variable Dependiente ROA**

##### **a-1 ROA / Solvencia, Liquidez y (AC-PC) /AT) 2005**

La R Cuadrada y el R Cuadrado Ajustado dieron como valor 0 % (ausencia absoluta de vinculación entre las variables en el resultado). Para el Paso 1 (eliminamos Solvencia), el R Cuadrado Ajustado llega al 2,50 %; para el Paso 2 (eliminamos AC / AT) y el Paso 3 (eliminamos Liquidez), el R Cuadrado Ajustado es igual a 0%.

El estadístico R-Cuadrado indica que el modelo así ajustado explica 0,0% de la variabilidad en ROA 122005. El estadístico R-Cuadrado Ajustado, que es más apropiada para comparar modelos con diferente número de variables independientes, es 0,0%. El error estándar del estimado muestra que la desviación estándar de los residuos es 0,0822605.

Los resultados marcan una ausencia casi absoluta entre el **ROA** y las variables independientes elegidas, en este caso los índices de Solvencia, Liquidez y aquel que representa la relación de los activos corrientes frente a los activos totales( AC/AT) . El modelo seleccionado es  $ROA_{122005} = 0,0660908$ .

### **a-2 (ROA) ejercicios al 31/12/ 2006,**

Con los mismos ratios, los resultados mejoran levemente. El estadístico R-Cuadrado indica que el modelo así ajustado explica 24,5905% de la variabilidad en ROA 122006. El estadístico R-Cuadrado Ajustado, que es más apropiada para comparar modelos con diferente número de variables independientes, es 20,401%. La explicación del resultado en función de las herramientas utilizadas solo alcanza a un 20,40 %. El resto de los motivos que hacen al comportamiento de la rentabilidad empresarial (79,60%), tiene orígenes que para el modelo utilizados son desconocidos.

*La ecuación del modelo ajustado es  $ROA_{122006} = 0,0157653 + 0,130953*AC:AT_{122006}$*

### **a-3 (ROA) ejercicios al 31/12/ 2007**

Los resultados son peores, por cuanto el R Cuadrado Ajustado indica que el 16,33 % del resultado se explica por las variables utilizadas. *La ecuación del modelo ajustado es  $ROA_{122007} = -0,00195322 + 0,0210836*LIQUIDEZ_{122007} + 0,159431*AC:AT_{122007} + 0,00263215*SOLVENCIA_{122007} - 0,15183*(AC-PC) / AT$* .

### **b- Variable Dependiente ROE (2005) y ROE (2007)**

Cuando la variable dependientes pasa a ser el ROE y entre las variables explicativas, ubicamos entre otras al ROA, los resultados cambian. Solamente los exponemos en función de lo comentado anteriormente. Por ejemplo, en el 2005 el R Cuadrado Ajustado alcanza el 78,37 % y todo el peso de la influencia en los resultado, como es natural, descansa en el ROA.

### **5-3-7 Vinculación entre Préstamos y Tasas, con Porcentaje de Endeudamiento de Empresas (MERVAL)**

Finalmente, en la búsqueda de vínculos entre el ROA y el ROE, con la evolución de las tasas de interés y el nivel de endeudamiento, hemos analizado el comportamiento de esas dos variables en el curso –también– de doce (12) años. Para ello contamos con la información obtenida del panel del MERVAL, más documentos emitidos por el Banco Central, en cuanto a la variación de las distintas tasas de interés y el volumen de los préstamos destinado al sector no financiero de la economía nacional.

Aplicando modelos de regresión, obtenemos las siguientes conclusiones:

***La primera observación nos indica que no existe relación alguna entre el Volumen Prestado al Sector Privado No Financiero y el ratio de Endeudamiento de las empresas cotizantes en el MERVAL. No hay aumento en el porcentaje de la exposición de los bancos en las mismas empresas. El crecimiento es solo vegetativo (crecen los montos porque crece el capital de trabajo.***

El segundo análisis que relaciona el ROE con el ROA y la tasa de préstamos hipotecarios, nos dice que la ecuación es la siguiente: ***ROE 12 años = 0,00118784 + 4,69377\*ROA 12 años - 0,00630192\*tasas por hipotecarios. Es casi irrelevante el peso de la variable “tasas por hipotecarios”, para explicar el ROE t+1. Todo el peso del modelo descansa en el valor del ROA. La variable “tasa por préstamos hipotecarios” debe eliminarse del modelo.***

El tercer análisis busca relacionar el ROE, con el ROA y la tasa por préstamos documentados. El resultado nos indica que ***ROE 12 años = 0,0834872 - 0,0103539\*tasas por documentos + 3,22858\*ROA 12 años. Otra vez el ROE t+1 se explica por el comportamiento del ROA y es irrelevante el comportamiento de la otra variable que, el***



***propio modelo, considera que debe descartarse, al no ser estadísticamente significativo con un nivel de confianza del 95%.***

El cuarto análisis compara el ROE, con el ROA y la tasa por préstamos prendarios. El resultado de la regresión determina que el ***ROE 12 años = 0,0456252 + 4,7797\*ROA 12 años - 0,0101525\*tasas por prendarios. En este caso, el modelo también propone eliminar la variable “tasa por prendarios” por su valor P mayor al 0,05 y por ende, no ser estadísticamente significativo.***

El quinto estudio tiene en cuenta el ROE, con el ROA y la tasa de los préstamos personales. En este caso el resultado indica que el ***ROE 12 años = -0,114868 + 4,60611\*ROA 12 años + 0,00139167\*tasas por préstamos personales. También se propone la eliminación de “tasas por préstamos personales” por ser estadísticamente no significativo.***

El sexto análisis relaciona el ROE, con el ROA y la tasa de los préstamos por adelantos en cuenta corriente. Al igual que en los casos anteriores, la ecuación nos lleva por el mismo camino. El ***ROE 12 años = -0,0471193 + 4,65266\*ROA 12 años - 0,00152231\*tasas de intereses (adelantos en cuenta corriente). La propuesta, sigue siendo, eliminar tasas de intereses por escaso nivel de significancia.***

El séptimo caso apela a las formulas de regresión simple, pues vincula a dos variables. Una es el ROE y la otra el Volumen de los Préstamos otorgados por las entidades financieras.

El resultado nos dice lo siguiente: El ***ROE 12 AÑOS = 0,0238946 - 0,00000322359\*Volumen Prestado Bancos.***

***Puesto que el valor-P en la tabla ANOVA es mayor o igual a 0,05, no hay una relación estadísticamente significativa entre ROE 12 AÑOS y Volumen Prestado Bancos con un nivel de confianza del 95,0% ó más.***

El octavo caso enfrenta al ROE con préstamos otorgados por el sistema financiero con distintas garantías. El resultado nos señala lo siguiente:

$$\begin{aligned} \text{ROE} = & -0,129998 + 12,995 * \text{ROA} - \\ & 0,0000614938 * \text{Cuenta Corriente} - 0,000283066 * \text{Documentos} + \\ & 0,000028033 * \text{Préstamos Hipotecarios} + 0,000710636 * \text{Préstamos} \\ & \text{Prendarios} + 0,000075666 * \text{Préstamos Personales} + \\ & 0,0000387887 * \text{Otros Préstamos.} \end{aligned}$$

*Como en todos los ejemplos anteriores, el peso de los resultados del ROE, descansa sobre el comportamiento de ROA, mientras que todas las otras variables son irrelevantes en el modelo. Si las descartamos a todas, no habrá variaciones significativas.*

## **5-4 Síntesis de los Temas Tratados**

### **5-4-1 Dificultades para Valuar Empresas en Mercados Emergentes (Método Tradicional).**

La metodología tradicional, para la valuación de activos de capital en mercados emergentes, agrega algunos interrogantes adicionales propios de la inestabilidad y ausencia de consistencia en la información estadística sobre su comportamiento. Digamos que la falta de información completa es una constante, porque la mayoría de las transacciones involucran a empresas no cotizantes en bolsa.

Por lo tanto, (Dumrauf, G. 2007) <sup>115</sup>, existirían tres problemas recurrentes:

- a- Ausencia de valores de mercado en la mayoría de las transacciones o valuaciones.
- b- Las dificultades propias para insertar como dato el riesgo país.
- c- Considerar proyecciones consistentes, teniendo en cuenta la variabilidad de la tasa de inflación, el tipo de cambio y las tasas de interés proyectadas.

#### Particularidades.

Como se indica, la ausencia de transacciones públicas no permite observar un coeficiente Beta, lo que en la práctica nos lleva a utilizar un “comparable” – analizando para ello compañías precisamente comparables de mercados desarrollados- metodología que no ha sido aceptado por toda la literatura.

Son varias las preguntas que generan interrogantes. Básicamente, la valuación de un activo tiene en cuenta la proyección de fondos futuros actualizados y la determinación de su valor actual, a

---

<sup>115</sup>Dumrauf, G. (2007) “Finanzas Corporativas”. Ediciones Grupo Guía-

través de la aplicación de un costo de capital propio y ajeno, más la presunción de actualizar también un valor residual.

Este pequeño esquema resume tantas incógnitas a resolver como tantas posiciones y discusiones sobre cuál es la mejor estructura teórica que soporte las críticas de la literatura.

En primer lugar, en cuanto a la *proyección de los flujos de fondos*, se hace la tradicional separación entre negocios en periodos de maduración y negocios maduros. En realidad, esta separación es una posición clásica que está sujeta a revisión, por cuanto la velocidad de cambio de las tendencias del mercado, constituye una ruptura con la concepción de los negocios de hace menos de dos décadas. El mantenimiento de las ventajas competitivas se logrará en la medida de que seamos capaces de “proteger” y aislar con diversos mecanismos nuestro “valor”, aquel que percibido por el mercado nos hace diferentes, o – si es necesario- desarrollar otras capacidades que nos volverán a posicionar.

No es real tampoco suponer un valor residual más allá de los cinco años (y no en todos los sectores, existen otros mucho más dinámicos). Cuando la empresa compite y reinvierte sus fondos propios, genera nuevas capacidades para enfrentar los desafíos del mercado. Cuando los resultados de su estrategia son deficitarios, no existe valor residual- empresa, salvo algún caso puntual como puede ser una marca o privilegio, o eventualmente que se haya mantenido alguna cartera de clientes. Cuando la firma deteriora sus resultados, es improbable que destine fondos a otra cosa que no sea su capital de trabajo, abandonando la renovación de sus equipos, fabricas, cadena de distribución, depósitos especializados o algún activo cuyo valor contenga algún excedente, fuera de su precio como elementos en desuso o bien, valor inmobiliario.

De ahí nuestra postura que nos lleva a sostener que el valor residual, en la valuación de activos, carece de relevancia al momento de

la valuación, tanto porque determinar guarismos más allá de los 10 años es sumamente complejo o porque su actualización (15 años) no tiene sentido, tanto por el descuento como por su plazo.

Por lo tanto creemos que los supuestos teóricos, que afirman que a los diez años, la rentabilidad irá convergiendo al costo del capital y que el valor residual existe en ese plazo, son dos posturas tan probables como que en ese lapso ocurra todo lo contrario.

En cambio, es aceptable suponer que el valor de los errores como la certeza de la predicción, son mayores al comienzo. Es natural que la incertidumbre aleje las posibilidades de acierto hacia el futuro (los ejemplos ocuparían muchas páginas), como así también que el error del valor actual de los ingresos alejados en el tiempo tengan menos incidencia.

En cambio, no hay mayores disidencias en cuanto a los problemas que originan determinar flujos nominales o en moneda constante, o en dólares o en moneda doméstica. En cambio, la discusión filosófica pasa por como introducir *el riesgo país*, en la determinación del costo del capital.

Dumrauf<sup>116</sup> afirma con razón que más allá de los quinientos puntos básicos (500) del índice riesgo país, no tienen sentido los cálculos matemáticos, cuando se introduce su valoración en el costo del capital, por cuanto los resultados se alejan grotescamente de la realidad. Las probabilidades de incumplimiento o su costo de capital, hacen imposible que se tomen en cuenta sus resultados. Más debajo de los 500 puntos básicos toma relevancia el análisis de las variables micro y macro que rodean al proyecto o empresa sujeta a cotización.

El problema de la circularidad se genera por la ausencia de valores de mercado. Sintetizando, necesitamos valores de mercado para estimar un coeficiente Beta (para el modelo CAPM). Si queremos

---

<sup>116</sup> Obra Citada (pag. 216-252)

calcular el WACC, nos faltan valores para el cálculo de la deuda financiera; Como señala Dumrauf, G., “el valor de mercado de las acciones (E), es insumo necesario para la fórmula del Beta apalancado que, a su vez, es necesario para determinar el costo del capital accionario (Ke), en la fórmula del CAPM. Al mismo tiempo, el flujo de fondos del accionista, descontado con Ke, debe generar el valor de mercado de las acciones (E), utilizado en la fórmula del Beta”. Finalmente, el valor de la compañía se obtiene por el método FCF, descontado este con el WACC. Y se trata de verificar con  $E = V - D$ . Este autor también apoya la idea que el valor libros no puede utilizarse como aproximación (no solo dependerá de las utilidades, sino de la política de retiros o distribución), afirmando que difícilmente pueda ser sucedáneo del valor justo de la empresa.

Otra metodología a considerar sería la estructura de capital objetivo. Se podría considerar más simple que la anterior, por la facilidad que los porcentajes de deuda y acciones permiten mejorar el cálculo del WACC y del método FCF.

Que propone:

- 1- Estimar el FCF.
- 2- Estimar el costo de capital y uso de Betas comparables.
- 3- Obtener el valor de la compañía.

También analiza las primas por tamaño y control y los descuentos por liquidez. Finalmente, hace referencia a los chequeos para sustentar las valuaciones, con la aplicación de múltiplos comparables. Estamos de acuerdo con que el EBITDA es el mejor instrumento, por cuanto después de su determinación, aparecen otros items como “resultados financieros por pasivos o resultados financieros por activos o diferencias de cambios o resultados extraordinarios”. En definitiva, rubros que solo oscurecen el verdadero comportamiento de la empresa.

Ambas metodologías – profundamente arraigadas en la literatura- que sintetizan muchos años de investigaciones, adolecen de la misma limitación que, al parecer, no se puede superar.

Estamos siempre obteniendo el supuesto valor de una empresa, con la poca información que tenemos. Los datos que ordenamos, corresponden a años pasados, con la empresa compitiendo con estrategias del pasado, enfrentando a estrategias de los competidores también del pasado. En un mercado, donde las habilidades y capacidades requeridas, también eran del pasado.

*La probabilidad de valorar correctamente un activo, en forma individual, ha disminuido drásticamente desde la década de los años sesenta hasta la de los ochenta. De ahí en más, el proceso se ha acelerado a pesar de contar con herramientas de manejo de datos cada vez más sofisticadas. Los “culpables” son el Sistema de Información Contable (SIC), que muestra incapacidad para brindar conceptos “forward looking” y el incremento de la incertidumbre (volatilidad) de los mercados, que pasaron de ofrecer un producto homogéneo, compitiendo en base precio, frente a una realidad de variedad de productos abasteciendo distintos nichos, en base a diferenciarse unos de otros (en cuanto a precios y percepción de creación de valor).*

La Q de Tobin puede acercarse, al medir las expectativas del mercado, con la información que suministra la firma. En cierto modo, ese mayor valor que el mercado propone, surge de las expectativas generadas por las estrategias emprendidas, su actitud innovadora y su política para satisfacer las demandas del consumidor. Esto tiene más peso – para el futuro- que el nivel de liquidez o el reciente volumen de las ventas.

En definitiva, tenemos dificultades para responder a la siguiente pregunta: ¿cómo deberíamos valorar hoy una empresa que se prepara para competir en el futuro?

## **5-4- 2 Información Asimétrica y sus efectos en los Mercados Financieros.**

La teoría de los juegos en economía ha ampliado el concepto de información disponible y no disponible y sabemos cómo esa realidad afecta el funcionamiento de los mercados. Hablamos de información perfecta, completa, imperfecta y asimétrica. Pero desde nuestra disciplina, se ha comprobado que ese fenómeno – información incompleta- modifica las decisiones de los jugadores y produce distorsiones en la toma de decisiones racionales. Impide además, que ellos actúen en mercados que tengan un comportamiento según los supuestos “walrasianos”.

El racionamiento de créditos existe y afecta a todas las empresas sin igual. Sin embargo, por varios motivos, la mayor restricción de ese racionamiento afecta a las PyMEs.

En ambiente racional y con información simétrica, operando en competencia perfecta y sin fricciones, las ganancias netas de riesgo deben ser nulas. Esta afirmación, replica los postulados básicos de la economía. <sup>117</sup>

Las fricciones son los impuestos, costos de intermediación, *información asimétrica y sesgos psicológicos*.

*Las dos últimas* son las que dominan el pensamiento actual.

*La primera ya ha sido citada, mientras que las finanzas del comportamiento* se centran en estudios psicológicos<sup>118</sup>. No siempre se toman decisiones racionales ni tampoco se usa toda la información. O acuden a razonamientos intuitivos que implica un uso parcial de la información disponible o adoptan algunos sesgos psicológicos que

---

<sup>117</sup> Bebczuck, Ricardo, AAEP, 2010. Obra citada.

<sup>118</sup> Shedrin, H. “Behavioral Corporate Finance” (2001); Baker, M.; Rubark, R. y Wurgler, J. “Behavior Corporate Finance: A Survey”, (2004), NBER Working Paper N° 10.863, Issued in November, **NBER Program (s): CF**.



disminuye la racionalidad. Sobrecarga (sobre estimación de la habilidad predictiva), falacia del jugador (predicción infundada que toda tendencia se revierte), sobre anclaje (decisiones basada en observaciones recientes) y sesgo de disponibilidad (ponderación excesivamente alta a la información más fácilmente disponible).

Se adoptan *reglas heurísticas* que son inconsistentes con la eficiencia del mercado: negociación excesiva de activos (excesivas transacciones con resultados posteriores magros, diversificación ingenua (no considerar rendimientos esperados, la varianza y covarianza) y efecto disposición (desprenderse rápido de las ganancias, frente a activos que generan pérdidas).

La eficiencia del mercado supone racionalidad plena e información disponible. *La información asimétrica* entiende mantener el supuesto de racionalidad, pero levanta el de la igualdad de información entre todos los oferentes. *Las finanzas del comportamiento* remueven el supuesto de racionalidad, pero mantienen el supuesto de información completa.

El principio de *competencia perfecta*- siguiendo a *Bebczuck, R.* -entre inversores totalmente informados, garantiza el resultado socialmente óptimo sin necesidad de intervención estatal. La situación se modifica bajo el supuesto de *información asimétrica*, donde el precio y la cantidad de servicios financieros no maximizan el excedente del consumidor y se necesita la intervención: Riesgo moral y Selección adversa.

Por su parte, las *finanzas del comportamiento* suponen imperfecciones en el comportamiento del mercado. La convivencia de operadores racionales con operadores irracionales tampoco garantiza el funcionamiento eficiente. La razón está en que existen límites en el arbitraje. Incluso los operadores racionales padecen de incertidumbre respecto a la realización de los fundamentos aceptados

Finalmente, la existencia de condicionantes – información asimétrica y comportamiento de sesgos psicológicos (y porque no, racionalidad limitada) convierten a los mercados financieros en no eficientes socialmente e impiden una asignación óptima de los fondos. La presencia de garantías, la reputación de la empresa, y fundamentalmente, el tamaño del activo con presencia casi dominante en su industria, son los *fundamentos principales* que permiten su acceso al crédito en los mercados financieros institucionales.

Por otra parte, hemos visto que la relación Activos Líquidos / Capital en las Grandes Empresas tiene una media del 0,041 (de cada \$ 100 de capital, \$ 4,10 de liquidez). Mientras que para las chicas esa magnitud se eleva a \$13,80 frente a \$100. También sabemos de la creciente adopción de TIC's por parte de las PyMEs. Sin embargo, siguen reteniendo activos líquidos para hacer frente a la incertidumbre de los negocios, en virtud del racionamiento que son sometidas.

En realidad, la respuesta no invalida los supuestos indicados más arriba. Siguen siendo factores determinantes para una mejor calidad en las garantías los activos tangibles y la economía de escala (en función de su tamaño) que significa atender crediticiamente a pocos clientes grandes, frente al mercado atomizado de las PyMEs.

La información estadística expuesta en este trabajo, ofrece pautas de restricciones al crédito, originadas en otras causas que son ajenas a la mera disposición de una supuesta mejor calidad de información contable, que solo suministran las grandes empresas.

El fundamento de que existe algo más que la posibilidad de ofrecer información más confiable (Las grandes empresas frente a las PyMEs), se puede comprobar a través de las decisiones de las empresas en materia de inversión.

Bajo el *teorema de Modigliani, F. y Miller, M.*, las decisiones sobre uso de fondos (destinado a la acumulación de activos o al pago de dividendos) no está condicionada por la disponibilidad de

financiamiento, tanto internas (fondos propios) como externo (deuda bancaria, bonos acciones).

La incorporación posterior de las asimetrías informativas y de la racionalidad limitada, permitió comprender mucho mejor el funcionamiento del esquema.

Estos autores suponían que las decisiones de inversión son independientes de sus fuentes de financiamiento, desde que este último está disponible en forma ilimitada. Las restricciones modifican esta posición. En el mundo real las políticas de inversión, deuda y dividendos no son independientes entre sí.

Hay tres hechos estilizados a nivel internacional (Bebczuck, Ricardo, AAEP, 2010):

- 1- Los fondos propios son la principal fuente de financiamiento de las empresas. En segundo orden, el uso de la deuda supera ampliamente a la emisión de acciones. (Argentina: 79 %, 17,3 % y 3,7%),
- 2- Las empresas pagan dividendos relativamente altos y estables en el tiempo. En cuanto al nivel, la relación entre dividendos sobre ganancias (payout ratio) oscila entre el 30 y 40%.
- 3- Las empresas padecen de restricciones financieras. En contradicción con MM, la capacidad de inversión de las empresas depende de la capacidad de generar fondos propios. Esto no es necesariamente así. El bajo desarrollo de un sistema financiero dentro de un país, no es solo un fenómeno micro, sino que también macro.

En Argentina y en España, las encuestas manifiestan que las restricciones han sido un impedimento a las inversiones el 34% y el 11% en las grandes y el 39 y el 14 en las PYMEs. Dos conclusiones preliminares:

1- Un porcentaje relativamente bajo de empresas dice estar racionadas. Pero también la demanda puede ser baja porque la empresa descuenta la distorsión de sus incentivos por altas tasas, mayor riesgo de quiebra y pérdida de autonomía en la toma de decisiones.

2- No hay diferencias tajantes en las restricciones percibidas entre grandes y pequeñas, aunque sí en países con distinto nivel de desarrollo financiero. Todo indica que los factores macro son más importantes que las diferencias en el grado de asimetría informativa.

Aunque MM modifican su opinión, introduciendo restricciones, las contribuciones más importantes sobre estructura de capital nacen del concepto de información asimétrica. Es ésta quien rompe la irrelevancia entre deuda y capital. El modelo de selección adversa de Myers, S. y Majluf, N. (1984)<sup>119</sup>, conocido como “peckingorder” asevera que existe una jerarquía financiera que va en orden descendente, fondos propios, deuda con garantía, deuda sin garantía y acciones (el mercado no puede valorar proyectos riesgosos o no).

Ricardo Bebczuck (2010) brinda detalles e información sobre evidencia empírica de autores que han trabajado sobre datos y series de tiempo, obteniendo robustez estadística sobre aplicaciones en varios casos y países diferentes.

De las principales cuatro variables explicativas en las regresiones sobre el cociente deuda a capital (o deuda a activos), que indica ese autor, exponemos dos:

---

<sup>119</sup> Myers, S. y Majluf, N. (1984) “Corporate Financing and investment decisions when firm have information, that investors do not have”, Journal of Financial Economics, Vol. 13, ISSUE 2, June 1984, pp. 187-221.

a- El Tamaño de la Empresa: Las grandes son más diversificadas, antiguas y con mayor reputación. Hay disminución de riesgo de quiebras y los costos correspondientes. Tienen mejores sistemas contables, mitigando los problemas informativos. Debería tener una relación positiva con el apalancamiento.

Agregamos: tienen tamaño y generalmente, son oligopólicas y ofrecen garantías reales. Esa es la verdad.

b- Tangibilidad: el cociente entre activos fijos a activos totales, lo consideran como buena aproximación a las garantías. Agregamos: es una concepción vieja que no considera el valor de los intangibles. Por lo tanto, más allá de las declamaciones o de posturas diferentes, las entidades financieras siguen ofreciendo líneas de crédito en función de las garantías reales de sus clientes.

#### **5-4- 3 La Estructura del Capital: Como influyen los Intangibles**

Como señalamos, Modigliani, F. y Miller, M., <sup>120</sup>suponían que las decisiones de inversión son independientes de sus fuentes de financiamiento, desde que este último está disponible en forma ilimitada. Las restricciones modifican esta posición. En el mundo real las políticas de inversión, deuda y dividendos no son independientes entre sí.

Como expresamos, es el concepto de información asimétrica quien rompe la irrelevancia entre deuda y capital. El modelo de estructura de capital, basado en selección adversa es conocido como “peckingorder” asevera que existe una jerarquía financiera que va en orden descendente, a saber: fondos propios, deuda con garantía, deuda sin garantía y acciones (el mercado no puede valorar proyectos riesgosos o no).

---

<sup>120</sup> Obra citada.

Sin embargo, el orden de preferencia establecido por <sup>121</sup> Myers, S. C. comienza a ser cuestionado, por cuanto las firmas con alta proporción de intangibles “no reconocidos en el balance”, saltean la segunda opción – no ofrecen tantas garantías- y pasan a emitir acciones para asegurar sus proyectos. Aunque, por otra parte, existe un efecto beneficioso por la señal que emiten al mercado, en cuanto a la propia fe de directivos y accionistas en su proyecto. Pero en definitiva, la ausencia de activos tangibles incrementa la presunción de riesgo y ven reducidas aún más sus posibilidades de conseguir financiamiento externo.

Pero lo cierto es que el incremento de los activos intangibles, agrava los costos de deuda por las mayores garantías que pueden exigir los mercados de capitales: la percepción de una cobertura escasa en estos casos, es real.

Podríamos pensar entonces, que la teoría del “trade off” marcaría una relación negativa entre intangibles y uso de financiación externa, disminuyendo las ventajas del escudo fiscal que propuso esta idea en su momento.

Además se ha sostenido que la ausencia de activos tangibles incrementa la incertidumbre de los resultados. En realidad, se trata de una visión tradicional. La opinión prevaleciente afirmaba que un activo tangible no generaba incertidumbre. Hoy, esa postura parece demasiado simplista: la oferta no crea su propia demanda, sino que la demanda de productos o servicios específicos es quien guía la generación de valor. Y ocurrirá por el uso de activos tangibles o intangibles, según la naturaleza de producto/ servicio demandado.

Sin embargo, no se puede desconocer que la ausencia de tangibilidad opera como un incremento de mayor riesgo, al no permitir

---

<sup>121</sup> [Myers, S. C. (1984); en García Meca, E. y Sánchez Ballester, J. (2009)], “Una aproximación empírica al efecto de los activos intangibles sobre la estructura financiera española”, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. 18, número 1, pp. 51-72, ISSN 1019-6838.

establecer garantías sobre su condición física. Esta circunstancia se traduce en “una excesiva volatilidad de los precios de las acciones y la atribución por parte de los inversores de un elevado nivel de riesgo (Meritum, 2001).<sup>122</sup>

Esta situación pone en evidencia la necesidad de realizar investigaciones profundas sobre la teoría “jerarquía de las preferencias”, cuando se analicen empresas con fuertes inversiones en intangibles, por cuanto seguramente tendrán más dificultades para obtener fondos externos y puede modificarse el orden establecido.

La intangibilidad siempre sumará mayor asimetría, lo que se traducirá en un mayor costo de la deuda y por ende, ante la insuficiencia de fondos propios, podrían los directivos descartar inversiones con valor presente neto positivo. Friend, I. y Lang, L. H. P. (1988)<sup>123</sup> ya comprobaron que la provisión de financiamiento externo está asociada a la solvencia (o presunción de ella) y a la provisión de garantías reales.

También existen trabajos sobre el plazo de la deuda y su vinculación con el grado de intangibilidad de las empresas involucradas. Por entonces, Myers, S. (1977)<sup>124</sup> ya había anticipado que las empresas con posibilidades de fuerte crecimiento, prefieren plazos cortos para su financiamiento, atento a dos cuestiones: el valor de las acciones disminuye con proyectos financiados a muy largo plazo y además, se le agrega la posibilidad de poder acceder a nuevos créditos rápidamente.

---

<sup>122</sup> MeritumProject, (2001) OCDE. Proyecto de Investigación citado.

<sup>123</sup> Friend, I. y Lang, L.H.P. (1988), “An Empirical Test of the Impact of Managerial Self- Interest on Corporate Capital Structure”, *Journal of Finance*, vol. 42, pp. 271-281.

<sup>124</sup> “Capital Budgeting and the Capital Asset Pricing Model: Good News and Bad News,” *Journal of Finance*, May 1977 (with S.M. Turnbull). Reprinted in M.C. Jensen and C. W. Smith eds. *The Modern Theory of Corporate Finance*, New York: McGraw-Hill Book Co., 1984.

En tal sentido, buscan las investigaciones un paralelismo entre las firmas con altos componentes de intangibles y aquellas de rápido crecimiento. La ausencia de garantías físicas concretas encarece la deuda y afecta el valor de las acciones, por lo tanto crecería la necesidad de contar con financiamiento a corto plazo. Todavía no hay trabajos empíricos definitivos sobre esta postura.

En este orden de pensamiento, no quedan dudas de que la ausencia de tangibilidad, afecta la posición de las empresas frente a las entidades bancarias, al generarse dificultades adicionales para “convencer” sobre las bondades del proyecto (información asimétrica) y al contar con menores garantías como consecuencia de la diferente composición de sus activos.

Según trabajos estadísticos<sup>125</sup>, si tomamos como variable “Nivel de Endeudamiento”, las teorías vigentes tendrían las siguientes respuestas en su relación con los **intangibles**.

- a. Agencia (negativa). Las empresas intensivas en intangibles sufren mayores costos de agencia entre accionistas y directivos, debido a la mayor asimetría informativa sobre la obtención de beneficios futuros, lo que agrava los costos de la deuda. A su vez, la asimetría informativa entre acreedores y propietarios es origen de conflictos de agencia que influyen negativamente en las condiciones de financiación. (Esta postura es discutible, por cuanto ya se ha dicho que la intangibilidad no es sinónimo de mayor riesgo, pero sí de menor garantía).
- b. Fiscal (negativa). La deducción de la inversión en determinadas partidas intangibles, como los

---

<sup>125</sup> García Meca, E. y Sánchez Ballesta, J. (2009), Obra citada.



proyectos de I&D, disminuyen la preferencia fiscal por la deuda.

- c. Costos de Transacción (negativa). La especificidad de los activos intangibles los hace estar financiados mayoritariamente con recursos propios, debido a su reducido valor de liquidación.
- d. Trade-off (negativa). La incertidumbre sobre la obtención de beneficios futuros derivados de la inversión en intangibles, agrava los costos de la deuda en relación con los beneficios del papel supervisor de la misma.
- e. Jerarquía de Preferencias (positiva). Las elevadas necesidades de financiación de las empresas intensivas en intangibles, conducen a que cuenten con altos niveles de deuda, aunque exista una preferencia por autofinanciarse. (a mayor percepción de riesgo, solo se accede pagando una prima mayor).
- f. Señales (positiva). La financiación con recursos ajenos es utilizada por los directivos como una señal de la calidad de los futuros proyectos.

La controversia se mantiene por cuanto se sigue polemizando sobre si los balances de las empresas pueden predecir-probabilísticamente- la rentabilidad futura. Mantiene su vigencia la aseveración que sostiene que la valoración de un activo está inversamente relacionada con la incertidumbre en la corriente de futuros beneficios esperados<sup>126</sup> .

---

<sup>126</sup> Epstein, L. G. y Turnbull, S. M. , (1980), "Capital asset prices and the temporal resolution of Uncertainty", *Journal of Finance* 35, June:319-352.

Sin embargo, el error de concepción se produce cuando se otorga certeza en la generación de beneficios a los activos tangibles y mayor incertidumbre en esa generación a los activos intangibles. La rentabilidad futura tendrá relación con la demanda del mercado y el acierto de nuestra estrategia para satisfacerla, independientemente de la tangibilidad de los activos involucrados. Lo que sí sabemos es que las empresas con mayor proporción de intangibles, son percibidas por el mercado de capitales como más riesgosas y por ende, el inversor exige mayor rentabilidad.

No obstante, también existen otras opiniones, en razón de operar con datos tales como “intangibles reconocidos en el balance” e “intangibles no reconocidos en el balance”, con más evidencia empírica para los primeros que para los segundos.

Otros<sup>127</sup> efectuaron estudios comparando empresas con fuertes activos intangibles y otro grupo sin ellos, tomando como variables los ratios Book to Market (B/M) y Earnings Price (E/P). En sus conclusiones (períodos analizados 1978-1994), sostienen que los mercados valoran los intangibles “divulgados” por las empresas, pero que también opinan que cada peso de activo tangible tiene mayor valor que un peso de activo intangible, situación que origina la percepción del mercado en cuanto a una mayor incertidumbre en la generación futura de beneficios. También surge del estudio que el mercado no exige la amortización de esos activos, al entender que no sufren una pérdida de valor por su uso

---

<sup>127</sup> Choi, W., Kwon, S, y Lobo, G. ,(2001), “Market valuation of intangible assets”, Journal of Business Research 49: 35-45.

### **5- 4- 3-1 Activos Intangibles (reconocidos en el Balance)**

Siguiendo a Ohlson, J. (1995)<sup>128</sup>, existen estudios relevantes sobre los activos intangibles<sup>129</sup>, que utilizan como variables indicativas al valor contable de los fondos propios y al monto del resultado contable. Los autores buscan relaciones entre el precio de las acciones y los activos intangibles reconocidos, usando regresiones que contienen a aquellas dos variables. Incluso también eliminan el efecto escala, que puede distorsionar los resultados por el tamaño de las distintas unidades económicas.

Al mismo tiempo, buscaron medir a través de residuos en la regresión, los activos intangibles no reconocidos en los balances, como la diferencia entre el valor de mercado y el valor dado por los ajustes de los balances (que incluyen los intangibles reconocidos). Las investigaciones se realizaron sobre empresas españolas cotizantes en bolsa, durante los periodos 1991/1999.

El propósito fue comparar el valor de mercado de la empresa, con el valor resultante de los datos contables (recursos propios, resultados contables e intangibles reconocidos). Obviamente, la existencia de empresas con alto valor de mercado en relación a su información contable, nos dice que los inversores externos se anticipan a sus ganancias futuras. Y el hecho de no contabilizar como activos sus intangibles (derivándolos a gastos) reduce el resultado y tiende a reflejar una diferencia mayor, que el supuesto incremento de sus activos por reconocer algunos intangibles.

---

<sup>128</sup> Ohlson, J. (1995), "Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation", Contemporary Accounting Research, vol 11, number 2, Spring: 661-687.

<sup>129</sup> Iñiguez, R. y López, G. (2003), obra citada.

Podemos sintetizar algunas conclusiones de las investigaciones empíricas en el mercado español <sup>130</sup> . A continuación indicamos algunas de las preguntas formuladas:

- El nivel de intangibles, tanto reconocido como no reconocido, ¿implica una mayor incertidumbre para el inversor? Para ello, en el estudio señalado, se tomaron diez (10) carteras, se calculó la rentabilidad media y se ajustaron por riesgo. Las variables utilizadas fueron, por un lado el valor contable de los recursos propios y el resultado del ejercicio y por el otro, el activo total y los activos intangibles reconocidos en el balance.

Los ratios valor libros / valor de mercado- son inferiores a la unidad, indicando que los intangibles reconocidos en los balances son de muy poco valor (solo un 2% del total, alejado de los obtenidos de un 15 a un 20%, sobre empresas en 1927<sup>131</sup>. Lo interesante de la muestra consiste en observar como el ratio B/M disminuye a lo largo de la década de los 90, hasta representar el valor contable un valor del 50% del valor de mercado. Esto indica varias cosas:

a- La mayor parte de las empresas son valoradas por su capacidad de generar beneficios, admitiéndose que sus ventajas competitivas pueden estar reflejadas o no, en capacidades, rutinas o activos sin representación física en sus informes financieros.

b- Las empresas con menor porcentaje de activos intangibles reconocidos, presentan un ratio B/M

---

<sup>130</sup> Iñiguez, R. y López, G., (2003), obra citada.

<sup>131</sup> Ely, K. y Waymire, G., (1999), "Intangible assets and stock prices in the Pre-SEC Era", Journal of Accounting Research, vol. 37, supplement: 17-51

superior a las empresas con mayor porcentaje de activos intangibles no reconocidos.

- c- El estudio coincide con otras opiniones <sup>132</sup> , sugiriendo que el mercado valora positivamente la existencia de activos intangibles no reconocidos, por cuanto el ratio B/M en esas carteras es inferior al de la carteras de la situación opuesta (intangibles reconocidos).
- d- Finalmente, en función de los resultados obtenidos, se afirma que se supone que el mercado no considera que los futuros beneficios asociados a los intangibles, sean más inciertos que los futuros beneficios del resto de los activos.

#### **5- 4- 3- 2 Activos Intangibles (no reconocidos en el Balance)**

La importancia de las investigaciones sobre los intangibles es asumida por los analistas como un nuevo paradigma de la contabilidad financiera. Que el ratio B/M presente una relación de un cincuenta (50) por ciento, importa reconocer que los inversores han tenido en cuenta atributos de valor no reconocidos en la contabilidad por un importe similar. Esto es suficientemente significativo, como para transformarse en un tema de prioridad para todos aquellos que se involucran con análisis financieros.

Incluso los investigadores indican que no se cometen muchos errores de predicción <sup>133</sup> , por cuanto en la mayoría de los casos, los costos de I&D se llevan a la cuenta de resultados directamente (empresas de software en EEUU) y ello conduce a una

---

<sup>132</sup>Choi, W., Kwon, S. y Lobo, G (2000), obra citada.

<sup>133</sup>Abody, D.y Lev, B.(1998), "The value relevante of intangibles: The case of software capitalization ", Journal of Accounting Research, supplement: 161-191.

mayor seguridad en sus informes, por cuanto no capitalizan activos discutibles en su condición de tal. Además, estadísticamente se probó la existencia de una correlación negativa y significativa al 1%, entre el nivel de intangibles no reconocidos en el balance y el ratio B/M <sup>134</sup> .

Una de las más importantes causas de la pérdida de relevancia de los estados contables, ha sido su incapacidad para reflejar y valorar a los activos intangibles.

El estudio se propuso, entre otros cuestionamientos, la posibilidad de observar si los inversores perciben diferentes niveles de riesgo (y por tanto, de rendimientos) en función de los intangibles reflejados en el balance. En este caso particular, la investigación sostiene que los inversores no detectan una situación diferente y admiten como verdad su valor expresado en los informes financieros.

En segundo lugar, fue tratada la cuestión de aquellos intangibles sin posibilidad de ser incorporados a la contabilidad, observándose que al analizar su relación con la rentabilidad, se puso en evidencia que aquellas con mayor grado de intangibilidad, obtienen mayores rentabilidades incluso después de ser ajustadas por riesgo.

Sin embargo, los estudios deberán profundizarse para establecer cuáles son las razones que sustentan esta relación. No escapa a los analistas que a mayor intangibilidad, hay un nuevo tipo de distorsiones que afectan el ratio Utilidad antes de Impuestos e Intereses sobre Activos Totales (ROA) y será el tratamiento que se otorguen a las inversiones (gastos que afectan el resultado) y la consiguiente disminución del valor de los activos (por su no capitalización).

Finalmente y en función de lo expuesto, la evidencia es clara en cuanto al cada vez mayor distanciamiento entre el valor contable de los activos - incluyendo a los reconocidos en el balance- y el valor del mercado de las empresas, en función del precio por acción.

---

<sup>134</sup> Iñiguez R. y López, G. (2003). Obra citada

## **5-5 Teoría de Recursos y Capacidades**

Sabemos que la teoría Estructura- Conducta- Desempeño, derivada de la Escuela de Economía Industrial, donde sus fundamentos cuentan con importantes interlocutores <sup>135</sup> y la teoría de los Recursos y Capacidades, se disputan entre ellas cual es la que explica mejor el éxito de la empresa, como organización creadora de riqueza y crecimiento económico.

Para los primeros, las ventajas competitivas solo pueden permanecer en el corto plazo, por cuanto rápidamente se copian y desaparecen las rentas diferenciales. Y esto ha constituido el fundamento de la obra del autor citado. Para los segundos, las empresas son todas diferentes y cada una es el resultado de la interacción de sus componentes, en un ámbito de aprendizaje continuo y de habilidades compartidas, no codificables y por ende, no transferibles.

La tendencia actual de la literatura consiste en profundizar los estudios acerca de la teoría basada en los Recursos <sup>136</sup>, Capacidades Dinámicas <sup>137</sup> y en el Conocimiento<sup>138</sup>, considerando la idea de que las organizaciones son únicas e irrepetibles, producto de un conjunto de rutinas observables (*explícitas*) o no (*implícitas*), originadas en aptitudes humanas personales y de grupos, producto de la interacción del conocimiento originado en el interior de cada una de ellas.

---

<sup>135</sup>Bain, J. (1963), "Organización Industrial", Ediciones Omega; Scherer, F y Ross, D.(1990), "Estructura del Mercado Industrial y el Desempeño Económico", Houghton- Mifflin, 3ra. Edición; Tirole, J. (1988) Teoría de la Organización Industrial", MIT Press; Porter, M. E. *The Competitive Advantage of Nations*. New York: Free Press, 1990. (Republished with a new introduction, 1998. *On Competition*. Boston: Harvard Business School Press, 1998. Porter, Michael E., and Elizabeth O. Teisberg. *Redefining Health Care: Creating Value-Based Competition on Results*. Boston: Harvard Business School Press, 2006.

<sup>136</sup>Wernerfelt, B. (1984, 1989)

<sup>137</sup>Teece, D.J. ; Pisano, G. y Shuen, A. (1997)

<sup>138</sup> Grant, R. M. (1997)

Se rechaza la concepción neoclásica de la empresa como ente sin historia. Es una unidad que acumula conocimientos<sup>139</sup>. No se trata más de un empresario que solo utiliza los recursos (neoclásicos), sino que también impulsa el desarrollo de otros nuevos, diferentes a los anteriores <sup>140</sup> . Se aproxima a la idea de los “behavioristas”, para quienes el “management” es un tomador de decisiones- con racionalidad limitada- cuya conducta está condicionada por la empresa y su entorno y conducida por reglas o normas que son rutinas organizativas<sup>141</sup>.

Por lo tanto, la característica distintiva de las organizaciones, consistiría en su diversidad, su carácter único, y fundamentalmente su sustento sobre activos intangibles difíciles de detectar, cuantificar e incluso, gestionar.

Como sostienen varios autores<sup>142</sup>, son las “asimetrías de la información”, las que permiten mantener el control sobre recursos valiosos y escasos, impidiendo que sean robados, copiados o re-inventados. Entonces, el éxito de su estrategia determinando ventajas competitivas, será sustentable en la medida que se puedan mantener esas asimetrías informativas.

Al existir información asimétrica, la organización puede disponer de recursos distintos y mientras estos no se puedan identificar y copiar, su combinación hace a la empresa diferente, con ventajas competitivas exclusivas. No es novedoso señalar que el planeamiento estratégico es una consecuencia lógica y natural de la existencia de

---

<sup>139</sup> Penrose, E. T. (1962)

<sup>140</sup> Spender, J. C. (1996)

<sup>141</sup> Simon, H. A. (1976)

<sup>142</sup> Bebczuk, R. (2010) “Progresos en Finanzas”, Asociación Argentina de Economía Política; Conner K. P. y Prahalad, C. K. (1996), “A Resource- based Theory of the Firm: Knowledge versus Opportunism”, *Organization Science*, vol 7; Hamel, G. y Prahalad, C. K. (1995) “Competiendo por el futuro” , Ed. Ariel; Kogut, B. y Zander, U. (1992) “Knowledge of the firm, combinative capabilities and the replication of technology”, *Organization Science*, vol 3; por nombrar algunos autores.



información asimétrica (ninguno de los actores dispone de información completa: algunos más, otros menos) y de los conocimientos y rutinas aprendidos, desarrollados y perfeccionados en el interior de cada organización.

Por lo tanto, - afirma R. M. Grant<sup>143</sup> la empresa existe y se justifica por la existencia de asimetrías en la información. Y a su vez, esta origina al mismo tiempo la necesidad de elaborar estrategias que no son, en definitiva, más que la obtención de recursos, capacidades y conocimientos diferentes a los de la competencia.

Incluso, la ausencia de información sobre la composición y mezcla de los activos intangibles, constituye el fundamento de la imitación imperfecta, de la sustitución imperfecta, y que sean esos conocimientos precisamente tácitos y no explícitos. Esto se constituye también en el soporte de la nueva teoría de la firma - basada en recursos y capacidades diferentes- donde la “información asimétrica” es el fundamento esencial de la estructura de los mercados en los cuales interactúan las organizaciones empresarias.

La literatura de esa corriente ha sostenido que la prueba para ubicarlas como empresas únicas, ha sido la obtención probabilística de datos que ponen en evidencia que la varianza de la rentabilidad, difiere más intra- sector que la existente entre distintos sectores. Más precisamente que, las utilidades son más dispersas entre las firmas que compiten en un nicho de mercado, que los desvíos estándares de las utilidades de las empresas de todo el panel de un escenario económico.

En este trabajo, operando sobre el panel del Merval - periodos 1996-2008- se han verificado - a través del uso de herramientas estadísticas- los fundamentos de la nueva teoría de la firma, principalmente porque avala la importancia de los activos intangibles en la generación de los resultados, así como también la

---

<sup>143</sup> Autor citado

evidencia de la necesidad de modificar los instrumentos de información de las organizaciones.

## **6-Consideraciones Finales**

### **6-1 Una Mirada desde la nueva Teoría de la Firma.**

Estadísticamente, los resultados obtenidos nos indican que las empresas son diferentes entre sí, que compiten fuertemente dentro de cada sector con estrategias sustentadas en intangibles, al considerar que sus ventajas competitivas se mantienen durante un lapso relativamente prolongado, teniendo en cuenta la existencia de información asimétrica, verdadero vallado para que las capacidades o conocimientos sean copiados.

La evidencia empírica obtenida –no necesariamente excluyente- muestra que los contenidos de la nueva teoría de la firma tienen un grado de certeza aceptable. Al menos, podemos afirmar que las empresas elaboran constantemente nuevas estrategias dentro de cada sector y originan – salvo en algunos períodos- diferencias en la varianza de la rentabilidad mucho mayores que aquellas que se presentan entre los distintos sectores, más influidos por los factores macro- económicos que por la disputa de porciones de mercado.

Y en su significado, nos ofrece otra mirada de la fuerte presencia de intangibles en la búsqueda de estrategias competitivas, que se desarrollan bajo el paraguas de lo que conocemos como información asimétrica, fenómeno que impide tanto la copia como la sustitución de aquellas ventajas, operando como un verdadero mecanismo aislador.

### **6-2 Vinculación entre Variables Macro y Rendimiento Empresario**

Resulta evidente que será necesario profundizar las investigaciones estadísticas, sobre las relaciones entre la información macro disponible del Banco Central y el resultado económico financiero de las empresas.

En este trabajo, sobre la base de la información obtenida se fueron comparando las variaciones entre los volúmenes prestados por

los bancos y el ratio de endeudamiento del panel de empresas tomadas del Merval.

Lo propio se hizo para observar si existían vinculaciones entre el ROE / ROA y las variaciones de las tasas de préstamos hipotecarios, por descuento de documentos, prendarios, personales y hasta los descubiertos en cuentas corrientes.

No se encontró relación entre el volumen prestado por el sector financiero y el nivel de endeudamiento de las empresas. Caminos separados sugieren que los fondos son de origen diverso. Tampoco se encontró vinculación entre el ROE y el volumen de préstamos concedidos por los bancos.

El ROA en todos los casos explica el comportamiento del ROE. También fue irrelevante el peso de los créditos documentados, de los préstamos personales, de los adelantos en cuenta corriente. Tampoco se encontraron resultados vinculantes entre Regresión simple: ROE 12 años y volumen prestado y regresión múltiple: ROE 12 años y préstamos de distintas garantías.

En consecuencia, no existe una relación lineal y sencilla entre las variables involucradas. Necesariamente, se deberá trabajar con mayor profundidad para encontrar cuáles son las respuestas de las empresas, frente a las oscilaciones de las variables macro y las políticas financieras del Banco Central.

### **6-3 Valor predictivo de los Ratios Estructurales y Financieros.**

Se han aplicado herramientas estadísticas para comprobar y verificar si la información obtenida por el SIC, constituye la base de datos de lo que la disciplina entiende como estándares necesarios para analizar una gestión. En otras palabras, conocer el impacto de las estrategias y cómo se reflejan en su posición económico-financiera. Y, como segundo paso, revelar si la información contenida en los ratios

es suficiente para tomar decisiones de inversión. Conocemos que la “Q” de Tobin revela la capacidad implícita de generación de utilidades positivas, donde la decisión de invertir estaría determinada por la diferencia entre el costo y el ingreso, en el margen de una unidad adicional de capital.

*Lo que muy pocos cuestionan, es la capacidad de los ratios o de los propios estados contables, para reflejar en términos generales cual ha sido el resultado – cuantitativo y cualitativo- de la gestión pasada. Sin embargo, no se obtiene a través de esos documentos, información alguna sobre cuáles han sido las estrategias y las decisiones tácticas asumidas. Descubrir esos comportamientos a través de los estados contables es una tarea que arroja resultados demasiados pobres.*

En la actualidad, en cambio, la constatación de intangibles como activos no reconocidos en el balance y al mismo tiempo, como principales generadores de la rentabilidad, adicionan mayores exigencias en el análisis orientado a la búsqueda de modelos explicativos acerca del comportamiento de las firmas. En la investigación estadística que hemos realizado, no se observan, por ejemplo, tendencias que vinculen la rentabilidad de la firma, con los ratios estructurales (aquellos que indican una posición económico-financiera).

La información obtenida sugiere que la rentabilidad del año +1 dependerá siempre del grado de éxito logrado por una estrategia frente a las demandas del mercado, y será potenciada, neutralizada o disminuida por la posición de la firma al inicio, ante la necesidad de satisfacer futuros requerimientos de solvencia, liquidez y capital de trabajo, entre otras exigencias.

Nuevas y más extensas investigaciones aportarán evidencias sobre cuál es el peso de la estructura económico financiera, sobre el ROA de la empresa y en qué medida es modificada esa

influencia por la estrategia intentada frente a la dinámica de los mercados.

Existen dos análisis claramente diferenciados, cuando aplicamos la herramienta Regresión Múltiple, con el objeto de verificar la capacidad predictiva de los ratios.

a- Comparamos el ROE con los índices de Solvencia y ROA, con el propósito de observar, fundamentalmente, el comportamiento de dos variables vinculadas entre sí (ROA y ROE). Los resultados indican una fuerte relación entre ellos, a la luz de los resultados de dos años (2007 y 2008, para un grupo de empresas cotizantes en el Merval. Para 2007 el R Cuadrado Ajustado indica 0,88 y para el 2008, el R Cuadrado Ajustado alcanza 0,84).

A pesar de existir trabajos académicos sobre la certeza y los efectos de esta vinculación, no nos debe sorprender el resultado. Porque en definitiva el ROE es un ROA condicionado por dos factores adicionales y en consecuencia siempre estarán vinculados entre sí. Salvo casos muy puntuales, el ROE es una unidad de medida de neto corte financiero informando sobre la utilización de fondos de terceros en la financiación de los activos.

b- El otro análisis efectuado, utiliza como variable dependiente al ROA o el ROE, pero las llamadas variables explicativas, seleccionadas en este caso, son las que normalmente los analistas financieros utilizan para ofrecer informes sobre la calificación de la gestión en las empresas. Aquí utilizamos AC / AT, Solvencia y Liquidez y aplicamos el método Regresión por Pasos, para observar los efectos de la eliminación gradual de cada una de ellas.

Verificamos para todas las empresas el ROA 2005, 2006, 2007 y por otra parte, ROE 2005 (incluyendo ROA) y ROE 2007 (incluyendo ROA).

Los resultados obtenidos se ajustan al siguiente detalle:

Cuando determinamos la vinculación entre el ROA, en los años 2005, 2006 y 2007, con ratios exclusivamente estructurales, el R Cuadrado Ajustado tiene valor "0", 0,20 y 0,01, respectivamente. Esto es similar a decir que la información estadística muestra la irrelevancia de los índices utilizados, para explicar los resultados de las empresas. O en otros términos, la respuesta no guardaría relación con cualquier valor que contengan esas variables explicativas.

El R Squared Ajustado es una medida de la calidad de la regresión. El modelo funciona mejor cuanto mayor sea el coeficiente (R) ajustado. Desde otra mirada, se puede afirmar que la rentabilidad futura de la empresa tiene poco que ver con la estructura económica - financiera inicial. La aplicación del sistema de regresión por pasos, determinó numéricamente la escasa incidencia de cada uno de los ratios estructurales en el resultado final.

En cambio, cuando utilizamos como variable dependiente al ROE e introducimos como una variable explicativa al ROA (combinado con otros ratios estructurales), la participación de aquélla en los resultados, hace que el R Cuadrado Ajustado mejore relativamente y alcance resultados cercanos al 78%. Sin embargo, el modelo final sugerido por el análisis estadístico, indica que el ROA es el índice que potencia hacia arriba aquel valor y no por supuesto, los ratios estructurales. Estos ratios - en los análisis de regresión utilizados - siguen manteniéndose al margen de la generación de la rentabilidad.

Luego de cotejar algunas evidencias empíricas, se nos plantean una incógnita y tres conclusiones centrales.

La primera cuestión se relaciona con la investigación realizada para obtener resultados estadísticos, sobre vinculaciones entre las políticas financieras del Banco Central y el ROE/ROA del sector empresario.

Los resultados obtenidos se alejan de los fundamentos de la disciplina y ponen una incógnita sobre cuál es el mayor condicionante

en la toma de decisiones empresaria: las políticas del Banco Central o la percepción del futuro comportamiento de las variables macro.

Serán necesarios trabajos más complejos y completos para obtener conclusiones valederas.



## **6.4 Conclusiones Centrales**

- 1- En cuanto a las conclusiones centrales, vimos como la presencia de activos intangibles reconocidos en el balance, no modifica la percepción de riesgo por parte de los inversores. Al estar presentes en los informes (y por ende en los registros contables), los activos intangibles se diferencian solo por carecer de sustancia física, pero son identificados, controlados y valuados por la empresa, en función de su capacidad para generar beneficios futuros. De hecho, salvo por ese atributo –sin sustancia física- no se diferencian de los activos tangibles.

En cambio, los activos intangibles no reconocidos en el balance, cuyos atributos de valor son de difícil cuantificación, lo que hace controvertida su incorporación a la contabilidad, se constituyen hoy en los recursos más importantes para la generación de utilidades en una empresa. Tal atributo se pone en evidencia cuando se aplica el ratio Book toMarket (B/M), que alcanza en estos casos un valor del 50 por ciento, porcentaje muy inferior con respecto a las empresas que poseen una menor proporción de activos intangibles expuestos en los balances.

- 2- En segundo lugar, comprobamos el peso de los intangibles en el valor de las estrategias empresarias. Con información estadística propia, vemos que en un principio, es válida la idea de que las mayores diferencias en cuanto a rentabilidad entre las firmas se encuentran dentro de cada sector, consecuencia propia del desarrollo de capacidades diferentes en un marco de competencia imperfecta con información asimétrica. Esta comprobación configura- en nuestra opinión- un paso adelante para las nuevas teorías sobre el comportamiento de las firmas: recursos y capacidades y la que se sostiene en el conocimiento<sup>144</sup>.
- 3- En tercer lugar, como destacamos más arriba, trabajos empíricos efectuados tomando unas 28/29 empresas del panel del Mercado de

---

▪ <sup>144</sup>T Nonaka, I. y Takeouchi, H (1995), "The Knowledge- Creating Company: How Japanese Companies Create the Dynamics for Innovation", Oxford University Press, Nueva York.

Valores de Capital Federal, permitieron determinar que, en un análisis de regresión, el ROA es la variable dependiente que explica el comportamiento del ROE. Incluso la dependencia se mantiene cuando además del ROA, se incluye algún otro ratio estructural. Esto no es ninguna novedad, por cuanto el ROE es una medida de los cambios en el resultado final, por el uso de capitales de terceros en la financiación de la actividad. En cambio, al intentar explicar el ROE o el ROA aplicando solamente distintos ratios estructurales, se obtienen resultados - en un primer análisis- que sugieren que ambas rentabilidades están desacopladas de conceptos como Solvencia, Endeudamiento, Liquidez o bien de la relación  $(AC-PC) / AT$  (ratios utilizados en la regresión).

En ese estudio preliminar, los valores obtenidos muestran que sería muy poco probable que el resultado del año +1, se sostuviera estadísticamente sobre la información contenida en el balance inicial (año 1).

Las futuras investigaciones del autor de este trabajo, se encaminarán en las incógnitas apuntadas.

Para terminar, digamos que las dos primeras interpretaciones - *la teoría de los recursos y capacidades y la teoría de la empresa basada en el conocimiento*- ponen en duda la validez de los métodos de valuación tradicional de una empresa, cuando se desconoce la magnitud y calidad de sus intangibles. En ese sentido, se ha sugerido en otros trabajos <sup>145</sup> la necesidad de exigir informes complementarios, basados en el desarrollo de las capacidades y habilidades, única información que permite compararlas con aquellas que demanda el mercado, en el sector de productos o servicios en los cuales se compete.

La tercera interpretación, en cambio, cuestiona la propiedad “forward looking” de los datos suministrados por el sistema de

---

<sup>145</sup> MeritumProject, (2001). Proyecto citado.

información, al ponerse en duda la vinculación de los ratios estructurales con la rentabilidad futura de la firma, en el sentido de permitir anticipar una “performance” al enfrentarse con la incertidumbre de los mercados en el año + 1.

La combinación de esas restricciones – mayores dificultades en la determinación del valor de la empresa, y al mismo tiempo, de conocer cuál es el origen de su rentabilidad,( ambas consecuencias de la fuerte presencia de intangibles) combinado con una pobre calidad en la predicción de las utilidades futuras- , en un ambiente de creciente incertidumbre y volatilidad, incrementa los desafíos de la ciencia de la administración, que va a necesitar de la transformación de sus instrumentos de análisis, no solamente para convertirlos en más depurados, sino para hacerlos realmente novedosos si se pretende cumplir con el cometido pretendido por nuestra disciplina.

Hay, sin dudas, cambios en los paradigmas. Los sistemas de información actuales son inadecuados,*para resolver cuestiones vinculadas con la intangibilidad, la ambigüedad y la innovación.* Enfrentan desafíos de problemas que no existían en la época de su creación. Los mercados no son perfectos. Existe en los tomadores de decisión, racionalidad limitada (cuestión no analizada en este trabajo por razones de espacio) y sobre todo, información incompleta, pilar fundamental que permite a los intangibles no ser detectados ni apropiados.

Como ya lo anticipó Peter Drucker <sup>146</sup> primero necesitamos “definir que es información (de todos los datos que recibimos), luego saber cuál es la que se necesita, de qué manera y cuándo se la necesita. Por ahora, nuestra mayor capacidad para obtener datos está concentrada en el orden interno. Además, en cuanto a la información

---

<sup>146</sup> Drucker, Peter ; (1994)“Lo que los ejecutivos necesitan aprender” . Seminario Internacional El nuevo Management y la Nueva Empresa, HSM, Buenos Aires.

externa podemos decir que es escasa, lenta, abstracta y demasiado pobre”.

### **6-5 Líneas de Investigación Futuras**

Veamos otras consideraciones finales, que a nuestro criterio abrirán líneas de investigaciones futuras:

- 1- Cuando hay fuerte presencia de intangibles, se modifica la teoría del “PeckingOrder”. El orden cambia desde reinversión de utilidades a emisión de acciones y, por último, a nueva deuda. Pero también estudios complementarios, pueden sugerir que ese efecto contrario a la teoría, sea contrarrestado por la señal transmitida al mercado sobre la confianza en el proyecto, al emitir la empresa nuevas acciones. Más precisamente, necesitamos nuevos aportes para tener certeza sobre el impacto final.
- 2- El aumento de la percepción de mayor riesgo por la ausencia de respaldos tangibles, agrava los conflictos de agencia, al no contar con el efecto disciplinante de mayor deuda. Sin embargo, no necesariamente debería contabilizarse un incremento de mayor asimetría informativa, por cuanto los mercados actúan en función de estrategias que no diferencian a los tangibles de los intangibles. En consecuencia, la pregunta es ¿ cómo funciona la teoría del “trade- off” ante el incremento del riesgo y la mayor prima exigida por los bancos inversores ¿. ¿ Es una relación negativa entre intangibles y financiación externa, desapareciendo las ventajas del escudo fiscal ?.
- 3- En definitiva, los intangibles replantean los fundamentos de las teorías de Agencia, Fiscal, de los Costos de Transacción, del Trade- Off , Jerarquía de las Preferencias y Señales, y otras del este grupo teórico.

- 4- Estudios empíricos (Iñiguez, R. y López, G., 2003)<sup>147</sup>, evidencian que los mercados no consideran más riesgosos, a los beneficios provenientes de empresas que cuenten con activos intangibles reconocidos en el balance. Incluso, no diferencian unas de otras. En cambio, esos mismos estudios revelan que existen evidencias donde el ratio B/M presenta una relación de un cincuenta (50) por ciento, cuando se trata de empresas con altos niveles de intangibles no expuestos en los balances. Esto importa reconocer que el mercado ha tenido en cuenta atributos de valor no reconocidos en la contabilidad por un importe similar.
- 5- Se necesitan nuevas investigaciones para obtener constataciones, ya que se pueden inferir varias respuestas cuando a proyectos de mayor rentabilidad, le siguen ratios con valores menores (B/M). Por ejemplo, podemos decir que esto es así, solo por la presión de una mayor demanda de los inversores para comprar títulos que ofrecen superior rentabilidad (juego de oferta y demanda), lo cual genera suba de precios y produce un aumento en la brecha B/M. O en cambio, suponer que esa mayor rentabilidad, pueda originarse tanto en activos tangibles como en intangibles, que sabemos que no se reflejan en el patrimonio (mientras no sepamos cómo diferenciarlos y saber cuál de ellos, ofrece mejores perspectivas), aunque la presunción nos inclina a afirmar que esa diferencia se sostiene en aquellos activos sin sustancia física. ¿Porqué?. Porque como manifiesta Michael Porter, cualquier ventaja competitiva que pueda comprarse, fabricarse o copiarse, desaparece rápidamente como exclusiva y muy pronto se igualan los rendimientos. Por lo tanto, solo se mantienen las que se originan en los intangibles (no codificables y por tanto no transferibles).
- 6- Información para Toma de Decisiones (creación de valor).

---

<sup>147</sup>Obra citada.

Se puede dividir la información necesaria en cuatro categorías.

a- Información de base: las herramientas de diagnóstico más utilizadas son conocidas por todos. Cash-flow, liquidez, rentabilidad y otras. Si los resultados son normales no dicen mucho, si son anormales estamos con problemas y debemos diagnosticarlos.

b- Información para la productividad: pasamos de medir solo el trabajo manual, a grupos de actividades. Taylor inicio el proceso en una fábrica, luego pasamos a personal de servicio y ahora se trabaja sobre la productividad del trabajo basado en el conocimiento.

Incorporamos el interés sobre el capital propio (costo de oportunidad), para verificar si creamos valor o no?

c- Información sobre la capacidad: sabemos que la excelencia se apoya en determinadas competencias. (Los orientales para hacer cosas en miniatura, M&S pionera en habilidad comercial, GE en investigación y Du Pont investigación con libertad de elección).

¿Cómo se ubican las habilidades y capacidades necesarias para mantener la posición en el mercado? Se descubre porqué los productos se venden. Cuál es la razón para que ello ocurra? (herramientas).

Cada organización tiene alguna. Pero hay algo que siempre necesitarán: capacidad de innovación. ¿Cuáles de ellas son causa de nuestro éxito? ¿Nuestro rendimiento es acorde con nuestros objetivos? ¿Es acorde con el rumbo del mercado?; ¿a nuestra posición en el mercado?; ¿a nuestro gasto de investigación?; ¿innovamos en las actividades de éxito en el mercado?;

¿cuales oportunidades perdimos; ¿porqué no las vimos y porque las vimos y las descartamos?.

- d- Información para la asignación de recursos humanos y materiales: normalmente, las asignaciones de capital se efectúan mediante métodos adoptados por la literatura. ROA/ROE, periodo de devolución, flujo de fondos, VA. Todos tienen su importancia y consideramos los cuatro. Además, se incorporó el riesgo como elemento central de la asignación.

Las cuatro definen a nuestra empresa en su posición relativa en el mercado. La estrategia se elabora con información sobre clientes y no clientes, sobre la tecnología en nuestro sector. ¿Cómo se avanza y hacia adonde? ¿Qué capacidades necesitamos desarrollar?

Es la tercera de las cuatro- recursos y capacidades- la que será objeto de los estudios futuros de la disciplina. Por el momento, el SIC no ofrece mayores perspectivas de avance sobre cómo saber si la empresa está reforzando sus habilidades y competencias para hacer frente a sus competidores y a las demandas del mercado.



## **Referencias Bibliográficas**

- Aboody,D. y Lev,B.(1998) “The value relevance of intangibles:The case of software capitalización”, Journal Accounting Research, Supplement:161/191.
- Ackoff, Igor L. ( 1981) “Creating the Corporate Future “ . John Wiley and Sons.
- Akerlof, George (1970), “The Market for “Lemons”: Qualitative, Uncertainty, and the Market Mechanism”, Quarterly Journal of Economics, Vol LXXXIV No. 3, August.
- Allen, Franklin (1992)”Stocks Markets and Resource Allocations”, Cambridge University Press.
- Alonso Aldo H. (1997) “Asimetría informativa en materia financiera”.
- Alonso Aldo H. (1998) “Los modelos financieros y las PyMES ” .
- Alvarez Héctor F. (2000) “Técnica de la evaluación de la competitividad”, (El balance estratégico de la empresa y el capital humano) .Facultad de Ciencias Económicas Universidad Nacional de Córdoba .
- Angelelli, Pablo y Virginia Moorikoenig (1999), “Acceso al financiamiento”, en Los problemas del entorno de negocios. El desarrollo competitivo de las PyMEs Argentinas, Universidad Nacional de General Sarmiento- Fundes Argentina.
- ASC(1989), “Accounting for Goodwill”, Statement of Standard Accounting Practice n°22, (revised), London: ASC (1990) “Exposure Draft 52,Accounting for Intangible Fixed Assets, London. International Accounting Standard Committee,(1998a), IASC n° 22 y (1998b) IAS n°38: Intangible Assets, London.
- Audretsch D. B. (1998) “The economic role of small and medium sized”.
- Bain, J. (1963), “Organización Industrial”, Ediciones Omega; Scherer, F y Ross, D.(1990), “Estructura del Mercado Industrial y el Desempeño Económico”, Houghton- Mifflin, 3ra. Edición; Tirole, J. (1988) Teoría de la Organización Industrial”, MIT Press.
- Banco Mundial (2002), “Argentina Small and Medium-Sized Enterprises in Argentina: A Potential Engine for Economic Growth and Employment”,

- Barnard, Chester (1938) "The functions of the Executive", Cambridge (MA), Harvard University Press.
- Barney, J. (1992,2001) "Firm Resources and Sustained Competitive Advantage, Journal of Management, Volume 17 N° 1.
- Bebczuk, R. (2000) "Información asimétrica en mercados financieros". Cambridge University Press.
- Bebczuk, R. Fanelli, J.M. and J.J. Pradelli, (2002), "Determinants and Consequences of Financial Constraints Facing Firms in Argentina", Mimeo, IDB-CEDES.
- Bebczuck, Ricardo (2010) , en "Progresos en Finanzas", Asociación Argentina de Economía Política.
- Berry A. Y D. Mazundar (1991) " Small scale industry in east and southeast Asia. A review of the literatures and issues", Asian Pacific Economic Literature (Volumen FIEL 1995).
- Biondi, Mario ( 1996) "Interpretación y Análisis de los Estados Contables", Ediciones Macchi .
- Bleger, L. y Rozenwurcel , G. ( 2000) "Financiamiento a las PyMES y cambio estructural en la Argentins" , Desarrollo Económico, Vol 40, N° 157.
- Bontis, N.(1998) "There is a price on your head. Managing Intellectual Capital Strategically", Business Quarterly, Summer,pp 40-47; Bontis, N., (2001) "Intellectual Capital: An exploratory study that develops measures and models", Management Decision, 36,2, 63-76. Bontis, N.; Dragonetti, N.C.; Jacobsen, K.; Roos, G., (1999). "The knowledge toolbox: a review of the tools available to measure and manage intangible resources". *European Management Journal*, Vol. 17, n°4, August.
- Bontis, N.; Dragonetti, N.C.; Jacobsen, K.; Roos, G., (1999). "The knowledge toolbox: a review of the tools available to measure and manage intangible resources". *European Management Journal*, Vol. 17, n°4, August.
- Brown, S., Lo, K. y Lys, T. (1999) "Use of R2 in Accounting Research: Measuring changes en value relevance over the last four decades", Journal of Accounting and Economics, Vol. 28, num. 2: 83-115.
- Brush, T. y Artz, K. (1999). "Toward a contingent Resource- Based Theory: The impact of the information asymmetry on the value

capabilities in Veterinarian Medicine” , Strategic Management Journal, 29; pp. 223-250.

- Bueno Campos, Eduardo (1998) . Sobre el balance estratégico comentando los aportes de Tobin, James y Galbraith, John K., en “El Capital Intangible como Clave Estratégica en la Competencia Actual” , IADE, Madrid .
- Cañibano, L. y Sanchez, P. (2004) “Lecturas sobre Intangibles y Capital Intelectual” ,AECA, Madrid;
- Carlsson, B (1989) “The evolution of manufacturing technology and its impact upon industrial structure : an international study “, Small Business Economics
- Carlsson, B yJacobsson, S. ( 1994) “Techonological systems and industriual dynamics. Implications for a firms and governments “, presentado en la ConferenciaInternacional J. A. Schumpeter. Munster.
- Chamberlin, E. “Theory of Monoñolistic Competition”, (1933),Harvard University Press, Cambrigde, capítulo reproducido en J. Barney y W. Ouchi (eds) (1986), Organizational Economics, Ed. Jossey -Bass Publishers, San Francisco, California, pp. 396-408 y Robinson, J. “The Economics of Imperfect Competition” (1933), respectivamente. Ambos se refuerzanensusposturas.
- Chaminade, Cristina ( 2004) “La sociedad del conocimiento y su impacto en la empresa: medición y gestión de los intangibles.
- Chandler, A. (1992) “Organization capabilities and the economics history of the industrial enterprise” . Journal of Economics Perspectives, Vol. 6 N°3.
- Cho M. ( 1995) “Interfirms networks: The foundation of the new globalization economic of South Korea” . Documento presentado en UNCTAD sobre mitigación de la pobreza en Santiago de Chile.
- Choi, W.; Kwon, S. y Lobo, G. (2000) “Market Valuation of Intangible Assets”, Journal of Business Research 49: 35-45.
- Clark, Arthur C. , (1962, 1973) “Perfiles del Futuro”, Luis de CaraltEditors SA- España.
- Clarke George, Robert Cull, Maria Soledad Martinez Peria, and Susana M. Sánchez (2001), “Foreign Bank Entry: Experience, Implications for Developing Countries, and Agenda for Further Research”, paper preparadoparaelWorld Development Report 2002: Institutions for Markets.

- Coase, R.,(1937), “The nature of the firm”, Economics N.4, pp. 386-405. En castellano, “La naturaleza de la empresa”, Información Comercial Española, enero, pp. 67-76.
- Coase, R. H. (1937,1991) “The nature of the firm”, in Williamson O:E: and Winter, S,G. (eds)”The nature of de firm. Origins, evolution and development”, Oxford University Press.
- Collins, D., Maydew, E. y Weiss, Ira (1997) “Changes in the value relevance of earnings and book values over the past forty years” Journal Accounting and Economics, 24: 39-67.
- Dapena, Juan Carlos y Juan Lucas Dapena (2003), “Sistemas de información en PyMES y acceso al crédito en contextos de asimetría de la información”, Anales de la AAEP, Mendoza.
- Davis, Phillip E. (1995), “Debt, Financial Fragility, and Systemic Risk”, Clarendon Press, Oxford.
- Deakins, D. y Hussain , G (1993) “Risk Assesment with asymmetric Information” , International Journal of Bank Marketing. Vol. 12, pp 24/31.
- Del Valle Asis, Inés (2003) en comentario del trabajo “Sistemas de información en PyMES y acceso al crédito en contextos de asimetría de información” , de Dapena , José y Dapena , Juan presentado en AAEP, Mendoza.
- Discroll, M. ( 1992)“Credit rationing in Europe”, Ed. Andy Mullineaux.
- Dosi, G (1988a) “The nature of the innovative process”, en Dosi G. et. al.
- Dosi, G. (1988b) “Sources, procedures and microeconomic effects of innovation”. Journal of Economic Literature.
- Dosi, G. (1995) “The contribution of economic theory to the understanding of knowledge – based economy” ,preparadopara la conferencia “Employment and growth in the Knowledge-based economy”, IIASA ; Viena.
- Drucker, Peter (1991) “El nuevo desafío de la productividad” Harvard Business Review .
- Drucker, Peter y Nakauchi, Isao. (1997) “Tiempo de desafíos. Tiempo de reinenciones”. Editorial Sudamericana.

- Drucker , Peter ( 2000) “El management del siglo XXI”. Hurope S.L. España .
- Drucker, Peter ; (1994)“Lo que los ejecutivos necesitan aprender” . Seminario Internacional El nuevo Management y la Nueva Empresa, HSM, Buenos Aires.
- Dutrénit, Gabriela Sistema Mexicano de Innovación , UAM, Méjico.
- Epstein, L. y Turnbull, S. (1980) “Capital assets and stock prices and the temporal resolution of uncertainty”, Journal of Finance 35, June:627-643.
- Dumrauf, Guillermo L., (2003) “ *Finanzas Corporativas*” , Grupo Guía, Buenos Aires.
- Edvinsson, L. (1997), “Developing Intellectual Capital at Skandia”, Long Range Planning ,Volumen 30, n° 3, pp 366-373.
- Elosegui, P., Español, P., Panigho, D. y Blanco, E. (2007), EL impacto asimétrico de las restricciones al financiamiento en Argentina. Comparación por sector, tamaño y origen del capital ( 1995-2003), Revista Ensayos Económicos N° 48, B.C.R.A.
- Escudé, Guillermo J. , Tamara Burdisso, Marcelo Catena, Laura D’Amato, McCandless, G. y Murphy, T. E. (2001), “ LasMIPyMES y el mercado de crédito en la Argentina”, Gerencia de Investigaciones Económico Financieras, Banco Central de la República Argentina, Documento de Trabajo, nro. 15.
- Esser K. , W. Hillebrand, D. Messner y J. Meyer – Stamer (1994) “Competitividad internacional de las empresas y políticas requeridas”, Berlín R.F.A. Instituto Alemán para el Desarrollo.
- European Commission (2003b) “*Observatory of European SMEs 2003, no. 2, SMEs and access to finance*”, Luxembourg.
- European Commission (2003c) “*Observatory of European SMEs 2003*”, No. 8. Highlights from the 2003 Observatory, Brussels.
- European Commission (2003d), *Study on the Measurement of Intangible Assets and Associated Reporting Practices*. Enterprise Directorate General.
- European Commission (2004) *European Innovation Scoreboard 2004*.
- European Commission (2006) *Reporting Intellectual Capital to Augment Research, Development and Innovation in SMEs (RICARDIS)*. Próxima publicación.

- Fanelli J.M. y Medhora, R. (2002): “The International and Domestic Financial Architecture”, mimeo, CEDES, Buenos Aires.
- Fanelli, Jose María (2002): “Una mirada estratégica al problema de reconstruir la intermediación financiera en la Argentina”, mimeo, CEDES, Buenos Aires.
- Francis ,J. y Schipper, K. (1999) “¿ Have financial statement lost their relevance?”, Journal of Accounting Research, vol. 37, num. 2, Autumn:319-352.
- Freeman, Ch. (1974) “La teoría económica de la innovación industrial”, ed. Alianza SA, Madrid.
- Freeman, Ch. (1995) “The national system of Innovation. In historical perspective”, in Cambridge Journal of Economics, 19 (1).
- Fundación de Investigaciones Económicas de Latinoamérica – FIEL (1996) “Las pequeñas y medianas empresas en Argentina” .
- Friend, I. y Lang, L.H.P. (1988) “An Empirical Test of the Impact of Managerial Self- Interest on Corporate Capital Structure”, Journal of Finance , vol. 42, pp. 271-281.
- FUNDES Argentina (1999) “Los problemas del entorno de negocios . El desarrollo competitivo de las PyMES argentinas “, Miño y Dávila SRL
- García Meca, E. y Sánchez Ballesta, J. “Una aproximación empírica al efecto de los activos intangibles sobre la estructura financiera en la empresa española” (2007), Universidad de Murcia.
- García. Alfredo (1999) “Financiamiento hacia las pequeñas y medianas empresas. El entorno financiero necesario”. Revista Realidad Económica.
- Gibson James, Ivancevich John y Donnelly James (1999) “Las Organizaciones” Addison Wesley .
- Guimon de Ros, J. “Relevancia de la Información sobre Intangibles en los Mercados de Capitales” (2004), en Cañibano, L.

y Sanchez, P. "Lecturas sobre Intangibles y Capital Intelectual", AECA, Madrid;

- Guimón, J. (2005) "Intelectual Capital Reporting and Credit Risk análisis". *Journal of Intellectual Capital*, Vol 6, n° 1. pp. 28-42
- Glen, John D. (1993), "How Firms in Developing Countries Manage Risk", International Finance Corporation Discussion Paper, Number 17 (Washington D.C.: International Finance Corporation)
- Grant R. (1991) "The resource- Based theory of competitive advantage Implication for strategic formulation". *California Management Review*. Pag. 114/15
- Grant, R. (1997), "The Knowledge- based View of the Firm: Implications for Management Practice", *Long Range Planning*, vol. 30, n1 3, pp 450-454.
- Grant, R. (1999) "The resource – based theory of competitive advantage: implications for strategic formulation", in *Californian Management Review*, spring, pp 114-135
- Haggard S. y R.R. Kaufman (1992) "Economic adjustment and the prospects of democracy. The political economic adjustment." Princeton N.Y. . Princeton University Press.
- Hall, M- (2003) "Measures to increase the effectiveness of credit risk analysis in corporate lending through a better understanding of the role of intangibles", PRISM Project, Work Package 7.
- Hamel, Gary y C.K. Prahalad ( 1995) "Competing by the Future" , Harrod Pres.
- Hermann Simon ( 1997) "Hidden Champions", *Revista Gestión / Buenos Aires Review SA*.
- Iñiguez, R. y López, G. "Valoración de los activos intangibles" (2003), Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas.
- Investigación Estadística propia, según relevamientos efectuados sobre veintinueve (29) empresas del panel del Mercado de Valores (MERVAL) de la Capital Federal (1996-2008).
- Jaffee, D. y J. Stiglitz (1990), "Credit Rationing", en B. Friedman y F. Hahn, *Handbook of Monetary Economics*, v 2, Capítulo 16, Elsevier Science Publishers.
- Jasso, J. (1998) "De los sistemas nacionales a los suprarregionales y subnacionales de innovación. Propuesta analítica y

conceptual”, en Revista de Economía y Empresa”, N° 34, Vol XII, España.

- Jasso, J. (2003) “Trayectoria tecnológica y ciclo de vida de las empresas: una interpretación metodológica acerca del rumbo de la innovación”. Universidad Autónoma de Puebla. Méjico.
- Jasso, J. (2003) “La empresa y el entorno de la Innovación: vinculación, redes y sistemas de innovación . Aportes. UAM. Méjico.
- Jasso, J. (2004) Relevancia de la innovación y las redes institucionales. Aportes. Año IX, Num. 25 B. Universidad Autónoma de Puebla. Méjico.
- Johanson, U. (2003), “Why are capital markets act ambivalent to information about certain indicators on intellectual capital?”, Accounting, Auditing and Accontability Journal, Vol. 16,n° 1, pp. 31-38.
- Kacef, Osvaldo (1994), “El financiamiento a la pequeña y mediana empresa”, Documento de Trabajo nro. 15. Instituto para el Desarrollo Industrial (IDI), Ed. Abril.
- Kaplan Robert S. y Norton David (1997) “Cuadro de mando integral” ( Thebalancedscorecard). Ediciones Gestión 2000 SA, Barcelona .
- Kuhn, T. (1992) “La estructura de las revoluciones científicas” . Fondo de Cultura Económica, Buenos Aires.
- Lawrence, P. y Lorsch J. M. (1967) « Oganization and Environment : Managing Differentiation and Integration » ,Cambridge , Massachusets .Harvard University.
- Lev, B. y Zarowin, P. (1999) “The boundaries of financial reporting and how to extend them” Journal of Accounting Research, Aunturn: 353-385
- Levine, Ross (1997) “Financial Development and Economic Growth”: Views and Agenda” , Journal of Economic Literature, Vol. XXXV.
- Lev, B. A. Berry y J.B. Nugent (1995) (inédito) “Fulfilling the export potential of small and medium firms” Khuwe Academic Publishers , Norwell Massachusetts .



- Likert, Rensis (1967) “The Human Organization”. McGraw Hill. New York
- Lliteras, Miguel y Salloum, Carlos D. (2003) “El mecanismo de transmisión monetario en la Argentina bajo racionamiento de crédito” , Anales de la AAEP, Mendoza.
- Loverman y Sengenberger: (1996) Citados en “Pequeñas y medianas empresas en la Argentina” , FIEL (eds) .
- Lundvall , B. (1992a) “National systems of innovation. Towards a theory and in Interactive learning”, Pinter, Londres.
- Lundvall B. and Johnson B., (1994) “Sistemas nacionales de innovación y aprendizaje institucional”. Comercio Exterior, Vol. 44, N°8.
- Mahoney J. y Pandian, R, (1992) The resource – based view within the conversation of strategic management”, Strategic Management Journal,13, pag. 363-380, 1992.
- Malerba, F. (1992) “Learning by firms and incremental technical change”, Economic Journal, Vol 102.
- Mallo, Carlos y Merlo, José (1995) “Control de Gestión y Control Presupuestario. Manifestaciones relevantes y tratamiento respectivo”. Facultad de Ciencias Económicas Universidad Nacional de Córdoba.
- Mantis, H. (1996) “Inercia e innovación en las conductas estratégicas de las PyMES argentinas”. Documento de trabajo 73. Buenos Aires CEPAL.
- Markowitz, H. (1952), “The Modern Portfolio Theory”, artículo sobre selección de carteras publicado por el autor en ese año.
- Mayntz R. (1993) Policy Nwetzwerke und die logic von Verhandlungss System, A. HeritierEdiciones.
- MeritumProyect (2001) “Guidelins for managing and reporting on intangibles (intellectual capital report). June.
- MERITUM (2002) (Measuring Intangibles to Understands and Improve Innovation Management) ”Guidelines for Managing and Reporting on Intangibles”, Intellectual Capital Report , Vodafone Foundation, Madrid. El proyecto de investigación nace en noviembre de 1998 (duración 30 meses), con participación de investigadores de España (coordinador),Francia, Finlandia, Suecia, Dinamarca y Noruega.

- Metcalfe, J. (1995) "Technology systems and technology policy in an Evolutionary framework". Cambridge Journal of Economics , Vol. 19.
- Milanesi, Gastón (2008) Tesis Doctoral en Ciencias de la Administración " Valuación de empresas en marcha en mercados emergentes", UNS.
- Modigliani, F. y M.H. Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", American Economic Review, Vol. 48, p. 261-297. Modigliani, F. y M.H. Miller (1961), "Dividend policy, growth and the valuation shares" Journal of Business, Vol. 34, p. 411-433. Modigliani, F. y M.H. Miller (1963), "Corporate Income, Taxes and the Cost of Capital: A Correction", American Economic Review, Vol. 53, p. 433-443.
- Mondino, Diana y Pendas, Eugenio (1994, 2005) "Finanzas para Empresas Competitivas", pp. 85-92, Gránica, Buenos Aires.
- Morris Daniel y Joel Brandon (1999) "Reingeniería". McGraw Hill.
- Mundial. En Washington DC nacionales de administración financiera , Vaquerías, Córdoba .
- Montgomery, C. y Wernerfelt, B. (1988) "Diverification, Ricardian Rents and Tobin's q." , Rand Journal of Economics, vol. 19, pp. 369-380; Rumelt, R. (1991), "How much does Industry Matter", Strategic Management Journal , vol. 12, n1 3, pp. 167-185.
- Myers, S.C. (1977), "Determinants of Corporate Borrowing", Journal of Financial Economics, Vol. 5, núm. 2, p. 147-175.
- Myers, S.C. (1984), "The capital structure puzzle", Journal of Finance, núm. 39, p.575-592.
- Myers, S.C. (2001), "Capital Structure", Journal of Economic Perspectives, Vol. 15, núm. 2 p. 81-102.
- Myers, S.C. y N. Majluf (1984), "Corporate investment decisions when firms have information that investors don't have", Journal of Financial Economics, Vol. 13, p. 187-221.
- Nelson, R. (1990) "Capitalism as an engine of progress". Research Policy, Vol. 19.
- Nelson, R. (1992) " Schumpeter and contemporary research on the economics Of innovation", mimeo, Columbia University.
- Nelson, R. and Winter ,S. (1982) "An evolutionary theory of economic change", Cambridge, MA: Belknap Press.

- Nelson, R. and Winter, S (1974) “Neoclassical vs evolutionary theories of Economic growth: critique and prospectus”, *Economic Journal*, Vol. 84.
- Nonaka, I. Y Takeuchi, H. (1986) “The new product development game”, en *Harvard Business Review*, enero – febrero. Pp 235-305.
- Nonaka, I. and Takeuchi H. (1995) *The Knowledge – karting Company: How Japanese Companies Create the dynamics of Innovation*. New York-Oxford U.P.
- North, D., (1981), “Structure and change in Economic Story”, New York, W. W. Norton & Co.
- North, D.C. (1990) “Institutions, institutional change and economic performance”CambridgeUniversityPressy (1993) Fondo de Cultura Económica, Méjico.
- OECD (1999) “Measuring knowledge in learning economics and societies”, distributed 26-june-1999; OECD (2000a) “Science and Technology Indicators”, Paris; OECD (2000b) “General Strategy for the review of innovation surveys: Progress to date” distributed 5-june-2000; OECD (2000c) “The definition of technological innovation and innovation firms”, distributed 31-mayo-2000; OECD (2000d) “ The third community innovation survey-proposals for the core questionnaire”, distributed 5-june-2000.
- OECD, *Technology and the Economy. The key relationships*. París, 1992.
- OECD, “The Knowledge-Based Economy”, Paris, OECD. OCDE/GD(96)102, 1996.
- Ohlson, J. (1995) “Earning, Book Values and Dividends in Equity Valuation”.
- Opler, T., Pinkowitz, L., Stulz, R. y Williamson, R. (1999) “The determinants and implications of corporate cash Holdings”, *Journal of Financial Economics* , 52, pp. 3-46 ; Almeida, H., Campello, M., y Weisbach, M. (2003) “The cash flow sensitivity of cash”, Mimeo.
- Oviedo, Pedro M. (1997) “Dificultades para la obtención de financiamiento en el sistema financiero argentino. El caso de las PyMES” Cuaderno de Economía N° 30. Ministerio de Economía de la Provincia de Buenos Aires.
- Oviedo, Pedro M. (2000) “Tasas: porque más del 20 % y no el 9%”, Banca y Banque, CEB.

- Pacioli, L. (1496-1508) "Tractus XI- Particularis de computis et scripturis",
- Penrose, E. (1959) "Theory of the growth of the firm", Oxford University Press.
- Penrose, E. (1962), Teoría del Crecimiento de la Empresa, Ed. Aguilar, Madrid.
- Pérez W. (1993) "Donde estamos en política industrial", Revista de la CEPAL N° 51 LC/G , Chile.
- Pérez, Carlota (2002) "Cambio técnico, reestructuración competitiva y reforma institucional en los países en desarrollo". El trimestre económico, vol LIX (1) , enero – marzo , FCE México.
- Perrotini H., I., "La economía de la información asimétrica: micro-fundamentos de competencia imperfecta", Revista de la Facultad de Economía- BUAP, Año VII, N° 19, pp59-67.
- Popper, Karl (1979) "Conjectures and Refutations". Routledge and Kegan Paul.
- Popper, Karl (1992) "La miseria del historicismo". Alianza Taurus. Buenos Aires.
- Porter, M. (1983) "The technological dimension of competitive strategy", Research on Technological Innovation, Management and Policy, vol 1, pp 1/33.
- Porter, M. (1991) "Las ventajas competitivas de las naciones" Plaza & Janes.
- Porter, M. (1991), Towards a Dynamic Theory of Strategy. Strategic Management Journal, vol 12, invierno , pp 95-117.
- Prigogine, I. (1988) "¿Tan solo una ilusión? Una exploración del caos al orden", Tusquets, Barcelona.
- Pyhrr Peter A. (1973) "Zero- Base Budgeting. A practical Management toll for evaluating expenses. John Wiles and Son.
- "Reporting Intellectual Capital to Augment Research, Development and Innovacion in SMEs", European Communities, 2006). European Commission, "Innovation Policy in a Knowledge-Based Economy". A Merit Study Commissioned by the European Commission Enterprise Directorate General,

<http://www.cordis.lu/innovation-smes/src/studies.html>. EUR. 17023,2000a. European Commission, The European Observatory for SME – Sixth Report, Luxembourg, 2000b. European Commission, “The role of the Universities in the Europe of Knowledge”, Brussels 05/02/2003, COM (2003) 58 Final, 2003a. European Commission, “Observatory of European SMEs 2003, no. 2, SMEs and access to finance”, Luxembourg, 2003b. European Commission, “Observatory of European SMEs 2003”, No. 8. Highlights from the 2003 Observatory, Brussels, 2003c. European Commission, Study on the Measurement of Intangible Assets and Associated Reporting Practices. Enterprise Directorate General, 2003d. European Commission, European Innovation Scoreboard, 2004. European Commission, Reporting Intellectual Capital to Augment Research, Development and Innovation in SMEs (RICARDIS).

- RICARDIS (OCDE). Los trabajos orientados hacia las PYMEs (SMEs), culminaron en el Proyecto RICARDIS European Commission (2006) *Reporting Intellectual Capital to Augment Research, Development and Innovation in SMEs (RICARDIS)*.
- Ricardo, D. (1817) “The Principles of trade and taxation”, Press John Murray, London, third edition 1821.
- Rivas, C. y Vicens, M. (1994) “El costo del crédito en Argentina”. Manuscrito.
- Rosenberg, N. (1971) “The economics of technological change”, ed N. Rosenberg. Penguin Books Ltd.
- Rosenberg, N. (1976) “Perspectives on technology”, Cambridge University Press.
- Rosenberg, N. (1979) “Tecnología y Economía”, Adolfo Gili, España.
- Rosenberg, N. (1982) “Inside the black box: technology and economics”, Cambridge University Press.
- Rozenwurcel, G. y Bleger, L. (1997): "El sistema bancario argentino: de la profundización financiera a la crisis sistémica", en Desarrollo Económico, N° 146, 1997.
- Rozenwurcel, Guillermo (1998), “El financiamiento como motor de las PyMES”, en Las PyMES : Clave del Crecimiento con Equidad, SOCMA.

- Schumpeter, J. (1942) “Capitalismo, Socialismo y Democracia”, Harpfer & Brother, Nueva York (Impreso en castellano por Printer Industria Gráfica, Barcelona).
- Salloum, Damian, Vigier, Hernán (2000), “Racionalidad de la empresa financiera en el proceso de asignación del crédito”, AAEP, Anales, Córdoba.
- Samuelson. Paul A. (1963) “Curso de Economía Moderna”. Ediciones Aguilar. Madrid, España .
- Sánchez, M.P.; Elena, S. (2006) “Intellectual Capital in Universities. Improving Transparency and Internal Management” *Journal of Intellectual Capital*. Forthcoming
- Sánchez Muñoz, M.P. (2007). La gestión del conocimiento en las PYMES. Recomendaciones de la Unión Europea. En Corona, L. y Molero J. (Eds.) *La innovación en México y España*. Akal. Madrid
- Scherer, F y Ross, D. (1990), “Estructura del Mercado Industrial y el Desempeño Económico”, Houghton- Mifflin, 3ra. Edición; Tirole, J. (1988) *Teoría de la Organización Industrial*, MIT Press.
- Senge, P. (1990) “The fifth discipline : the age and practice of the learning organization” , Century Business, London.
- Silverberg, G., Dosi, G. y Orsenigo, L. ( 1988) “Innovation, diversity and Diffusion: a self organizing model”, *Economic Journal*, Vol. 98.
- Simon, H. (1976) *El Comportamiento Administrativo*, Ed. Aguilar, Buenos Aires.
- Simon, Herbert ( 1947) “Administrative Behaviour””, Nueva York , MacMillan.
- Simon, Herbert (1960) “The new science of Management :Decisión ” , New York .Harper.
- Smith , A. ( 1776) “An Inquiry into the Nature and Causes of thwe Wealth of Nations”. Methuen and Co Ltd., ed. Edwin Cannan.
- Solow, R (1957) “Technical change and the aggregate production function”, *Review of Economic and Statistics*, pp 312/320.
- Spence, A. M., (1973, 74,2001) “Job Market Signaling”, *Quarter Journal of Economics*,87, pp 355-374. (1974) “Market Signaling”, Harvard University Press, Cambridge, MA ; (2001) “signaling and Screening”, in *Sharecropping* , *Review of Economic*.

- Spender, J. (1996), Making Knowledge the Basic Theory of the Firm. Strategic Management Journal, vol. 17, n1 especial invierno, pp. 45-62.
- Stiglitz, Joseph and Andrew Weiss (1981), “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information”, American Economic Review, Vol. 71 No. 3, June.
- Stiglitz, Joseph (1993), “The Role of the State in Financial Markets”, The World Bank Annual Conference on Development Economics, Washington DC, May
- Stiglitz, Joseph (1995), “Whiter Socialism”, The MIT Press, Cambridge, MA. ; (1981) “Credit Rationing in Markets whit Imperfect Information”, American Economic Review 71, pp.393-410.
- Storey, D.J. (1993) “Understanding the Small Business Sector4”, Routledge.
- Takeuchi H. y Nonaka, I. (1986) “The new product development game”, en Harvard Business Review, enero – febrero. Pp 235-305.
- Takeuchi H. y Nonaka, I. (1986) “The new product development game” , en Harvard Business Review, enero – febrero. Pp 235-305.
- Teece, D., Pisano, G. y Shuen, A. (1997), “Dinamic Capabilities and Strtegic Management. Strategic Management Journal, vol. 18, n1 7, pp. 507-533.
- TERSTI, Third European Report on Science & Technology Indicators 2003, DGRResearch, European Commission, 2003.
- Tobin, J. (1984) “On the efficient of the financial system”, Lloyds Bank Review.
- Torres, A. y Jasso J. (2003) Trayectoria de aprendizaje y la compra de Empresas extranjeras en dos grupos corporativos mejicanos: el reto de adquirir y fusionar capacidades externas. Libro ALTEC 200.
- Townsed, R y Harris, Milton (1981), Resource Allocation under Asimmetric Information”, Econométrica, Vol. 49, pp 34-64.
- Vigier, Hernán y Salloum, Damián (1998) “Los problemas del financiamiento de la pequeña y mediana empresa: La relación Bancos- PyMES ” AAEP

- Vigier, Hernán (1996): “El problema del financiamiento y la inversión en la pequeña y mediana empresa. El caso argentino”, mimeo, Universidad de Rovira y Virgili, Reus, España.
- Vigier, Hernán (2001) “Aplicaciones de la Resolución de Ecuaciones en Relaciones Borrosas al Diagnóstico Empresarial”, tesis para la obtención del grado de Doctor en Administración y Dirección de Empresas, bajo la dirección del Dr. Antonio Terceño Gómez, Universidad Rovira I Virgili.
- Wernerfelt, B. (1984) “A resource-based view of the firm”, in Strategic Management Journal, Vol. 5, N°2, pp 171/180.
- Wernerfelt, B. (1984), “A Resource- based View of the Firm”, S.M.J., vol 5, pp. 171-180.
- Wernerfelt, B. (1989), “From Critical Resources to Corporative Strategy. Journal of General Management, vol 14, pp. 4-12.
- Winter, S. (1993) « On Coase, competence, and the corporation », en Williamson , O. y Winter, S. (eds).
- Young, M. (1996) “Bank and smaller firms: The british experience from the bank ´s viewpoint” , en Cressy, Gandemo y Olofsson (eds) .