



*Universidad Autónoma de Madrid
Madrid – España*



*Universidad de La Frontera
Temuco - Chile*

**“Valorización Bursátil del “Capital Intelectual”: El caso de
Sociedades Anónimas Chilenas de Carácter Deportivo y
Social”**

Tesis de Doctorado presentada por:
Mauricio Rosales Poblete
Dirigida por:
Dr. Juan José Durán Herrera

Departamento de Financiación e Investigación Comercial
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad Autónoma de Madrid.

2006

INDICE GENERAL

Cáp.		Página
1	INTRODUCCION Y OBJETIVOS	8
1.1	Motivación Fundamental de la Investigación	8
	1.1.1. Introducción	8
	1.1.2. Fondo de Comercio o Good-Will	11
	1.1.3. Problemática Actual	13
1.2	Objetivos de la Investigación: Hipótesis	21
	1.2.1. Factibilidad del Estudio en el Mercado Chileno	22
2	MARCO CONCEPTUAL	26
2.1	“Capital Intelectual” en la Organización	27
	2.1.1. Introducción	27
	2.1.2. “Capital Intelectual”: Concepto y Clasificación	30
	2.1.3. Conocimiento Explícito y Conocimiento Tácito	35
	2.1.4. La Organización como un Sistema de Aprendizaje	37
2.2	“Gestión del Conocimiento”	41
	2.2.1. El Concepto de Conocimiento	41
	2.2.2. Evolución del Concepto “Conocimiento”	43
	2.2.3. Concepto de “Gestión del Conocimiento”	45
	2.2.4. Otras Publicaciones de Interés	46
	2.2.5. El Alcance de la “Gestión del Conocimiento”	47
	2.2.6. Orientaciones en la “Gestión del Conocimiento”	50

2.3	El Aprendizaje del Mercado	51
	2.3.1. El Concepto de Aprendizaje	51
	2.3.2. El Aprendizaje Individual	54
	2.3.3. El Aprendizaje Colectivo	57
2.4	El Problema de la Medición de Intangibles	60
2.5	Estudios Previos en el Ámbito Internacional	61
2.6	Modelos de Medición del “Capital Intelectual”	62
2.7	Modelos de “Gestión del Conocimiento”	67
3	INVESTIGACIÓN HISTÓRICA	70
3.1	Metodología de Análisis	71
	3.1.1. Uso del Indicador B/L: Precio bursátil /Valor libro	71
	3.1.2. Uso del Indicador “Q de Tobin”	73
	3.1.3. Metodología para la Segunda parte de la Investigación	75
3.2	Análisis de Múltiples Series de Datos de la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile correspondiente a los Últimos 20 años.	76
	3.2.1. Comportamiento índice B/L en relación al PIB	77
	3.2.2. Nivel nacional	78
	3.2.3. Nivel Sectorial	79
	3.2.4. Sectores de la Economía	80
	3.2.5. Efecto de la liquidez en la valoración del capital intangibles	83

3.3	Análisis de una Muestra Particular: Sociedades Anónimas de Carácter Inmobiliario, Deportivo y Social	85
	3.3.1. Definición, Características Especiales y Ventajas de la Muestra	85
	3.3.1.1 Las 9 Sociedades Incluidas en la Muestra	85
	3.3.1.2 Características Especiales de la Muestra	87
	3.3.2. Relación Precios de Mercado y Valores Libro	88
	3.3.3. Valorización del Mercado Inmobiliario en Chile: Los casos de Santiago y Viña del Mar.	89
	3.3.4. Reemplazo del índice B/L a través del uso del indicador "Q de Tobin"	91
3.4	Resultados	93
	3.4.1. Resultado Evaluación de la Serie de Índices B/L	93
	3.4.2. Resultado de la Evaluación de la Muestra	94
	3.4.3. Conclusiones Generales del Capítulo	96
4	ENCUESTA A INVERSIONISTAS	98
4.1	Introducción	99
4.2	Plan de Trabajo	99
4.3	Diseño de un Cuestionario	100
4.4	Selección de la Muestra	101
4.5	Recolección de Datos y Metodología	102
4.6	Resultados de la Encuesta	103
4.7	Conclusiones Generales del Capítulo	109

5	RESUMEN Y CONCLUSIONES	111
5.1	Resumen	112
5.2	Contrastes de las Hipótesis	113
5.3	Conclusión General	114
5.4	Implicaciones para la Dirección	116
5.5	Contribuciones y Limitaciones	116
5.6	Futuras Líneas de Investigación	118
6	BIBLIOGRAFIA	119
6.1	Bibliografía en Inglés	120
6.2	Bibliografía en Español	125
7	ANEXOS	130

CAPITULO 1: INTRODUCCIÓN Y OBJETIVOS

1.1 MOTIVACIÓN FUNDAMENTAL DE LA INVESTIGACIÓN

1.1.1. INTRODUCCIÓN

La llamada “Gestión del Conocimiento” está significando una de las investigaciones más significativas de los últimos tiempos en todas las escuelas de administración y economía del mundo. Pese a que la existencia de su principal insumo, el denominado “Capital Intelectual” ha sido percibido desde hace mucho tiempo por los analistas, recién en las últimas décadas se ha comprendido su real trascendencia que lo convierte en un factor fundamental en la evaluación o proyección de las posibilidades de éxito de una empresa en el mundo de hoy.

Sin embargo y pese a su importancia, el “Capital Intelectual” ha tenido serias dificultades para ser medido y proyectado, debido a sus componentes intangibles, que lo hacen extremadamente sensible y variable y cuyos componentes, en gran parte son muy difíciles de ser medidos de acuerdo a los medios tradicionales de medir los activos materiales de la empresa.

En este sentido, nos encontramos frente a la disyuntiva de estar observando un fenómeno clave del cual dependerá la subsistencia de muchas empresas en el mundo y por lo tanto la sobrevivencia financiera de muchos inversionistas, pero para la cual no tenemos instrumentos de medición adecuados para analizar lo que pasa hoy en día ni menos para proyectar en una forma adecuada lo que sucederá en el futuro.

En este sentido, esta tesis intentará entregar una cuantificación de lo que se observa a nivel de una muestra del mercado accionario chileno, obteniendo respuestas a sus hipótesis primarias y secundarias y cuyo primordial objetivo es identificar si el mercado como tal está entregando información relevante a los inversionistas, que puedan traducirla en señales concretas de inversión.

En base a las respuestas obtenidas podremos extrapolar respuestas a otros mercados externos y determinar la percepción del mercado acerca del “Capital Intelectual”.

La revolución tecnológica ha significado un fuerte impulso al desarrollo de la sociedad y la economía del conocimiento. En un nuevo mundo globalizado, las empresas ya no sólo miran sus mercados locales y se lanzan a la conquista de los mercados internacionales. En este aspecto, la aparición de internet ha cambiado radicalmente la forma de comunicarnos, informarnos, y distribuir nuestros propios mensajes.

“Los directivos de las empresas más importantes tratan de adaptarse a los cambios gestionando el conocimiento de sus profesionales. Se impone tener una visión compartida de los objetivos, animar a sus colaboradores a participar en la innovación del producto, potenciar el trabajo en equipo y tener criterios flexibles que permitan afrontar con éxito los desafíos que plantea operar en un mundo en el que la competitividad se mide por la capacidad de creación de valor” (Sveiby, 1997).

La construcción de este nuevo modelo social y la trascendencia de los cambios que está operando en las personas y en las organizaciones nos obliga a una reflexión sobre la nueva riqueza de las empresas. En definitiva esta tesis intenta aportar al estudio de la evaluación de los activos intangibles (que también denominaremos en forma indistinta como “Capital Intelectual”), es decir busca ser un aporte a la creación de un modelo de valoración más realista de las compañías en función a su capacidad de lograr una ventaja competitiva basada en los intangibles.

Desde hace algunas décadas se ha intentado aclarar porqué existen diferencias entre valores de mercado y contables, o porqué los índices tecnológicos son fundamentales para los inversionistas de todo el mundo, o porqué las organizaciones tienen recursos que no aparecen en ningún balance y que multiplican el valor contable en libros de contabilidad o en las operaciones de compra y venta que se realizan a diario (en este aspecto muchas veces los analistas se sorprenden del monto de algunas transacciones debido a nuestra percepción más tradicional del valor contable de ciertas compañías).

La respuesta a estas interrogantes se refiere a que los parámetros económicos actuales ignoran la gestión de las riquezas intangibles, como si los elementos vinculados a la percepción de las empresas intensivas en conocimiento que leemos en la prensa no pudieran trasladarse al terreno de la vida cotidiana; como si los objetivos suscitados por la exigencia de una buena gestión del “Capital Intelectual” fuera algo abstracto, donde en forma generalizada se piensa que no tiene aplicaciones operacionales posibles para nuestras empresas.

Medir estos indicadores no financieros (o “Capital Intelectual”) puede contribuir a que comprendamos mejor en qué están invirtiendo su dinero las empresas, cómo generar más beneficios y definir el auténtico valor en las compañías de cualquier tipo o tamaño.

La valoración del “Capital Intelectual” es más que un tema contable. Es la comprensión de nuestras empresas y la preparación de las mismas para el futuro. No obstante, debe definirse si esta valorización es fundamental para todo tipo de empresas y en qué grado afectan la percepción de los inversionistas, si es que existen otros elementos significativos de tipo material o contable.

Esta tesis intentará responder en qué grado los inversionistas chilenos valorizan los activos intangibles de las principales compañías del país en general y las ligadas al sector deportivo social en particular y si esto se corresponde con los estudios de mercado de este segmento.

La valoración del “Capital Intelectual”, si efectivamente existe en nuestro mercado, es importante pues mostrará si los inversionistas se alinean con la visión estratégica a largo plazo de las empresas en las que invierten.

Los cambios impuestos por esta visión de lo “intangible” implican también tomar acciones para la protección del conocimiento individual o corporativo, el conocimiento compartido, la orientación a las funciones o procesos, o a la orientación a las personas y los objetivos.

Todo ello pone de relieve el papel fundamental del talento, individual o colectivo, que hará que una empresa obtenga resultados superiores en un entorno determinado. En este nuevo entorno, aunque la tecnología sigue siendo fundamental, es cada vez menos importante en relación a crear ventajas competitivas en las empresas.

Es el conocimiento y su gestión el que marca el hecho diferencial entre organizaciones y el que permite a algunos adaptarse más eficiente y rápidamente a los cambios.

De cómo suponemos un nuevo enfoque:

Uno de los elementos más cruciales del nuevo análisis tiene que ver con la necesidad de que para que una firma pueda crear valor en la diversidad de sus actividades comerciales, debe empezar por hacerlo en una forma orientada en un 100% a sus clientes.

En este aspecto los inversionistas destacarán en sus análisis, los siguientes aspectos:

En primer lugar, el conocimiento de cada empresa sobre su sector económico, la puesta en marcha de sus estrategias y su especialización, permiten a cada tipo de inversionista conocer en

profundidad sus problemáticas y perspectivas, principalmente en relación con sus clientes.

En segundo lugar, la creación de procesos de generación continua de valor, estableciendo los sistemas de medición del capital, permitirán la obtención sostenida de riqueza para sus accionistas, sus empleados y, en suma, para la sociedad.

La gestión de lo intangible, y en concreto, la “Gestión del Conocimiento”, se sitúa en el origen del capital de las empresas, que inspira y crea ventajas competitivas. Es el valor clave, muchas veces invisible, para un inversionista de las nuevas compañías basadas en la “Gestión del Conocimiento”.

1.1.2. FONDO DE COMERCIO O GOOD-WILL

En los últimos años hemos podido observar una importante ola de compras de empresas a nivel nacional o mundial, lo que ha puesto de actualidad la valoración y contabilización de un activo, que sólo aparece en los estados financieros de las entidades, cuando se adquieren negocios en marcha, y hasta entonces, si se posee, permanece oculto a los ojos de la contabilidad, es el Fondo de Comercio, Goodwill, prima o plusvalía.

El Fondo de Comercio es un elemento inmaterial del activo de una empresa, representado por diversas cualidades que ostenta su organización. Estas cualidades le permiten en teoría la obtención de una sobre rentabilidad, es decir, unos beneficios superiores a la rentabilidad normal del sector de actividad en el que actúa. Las mismas, se caracterizan por el mantenimiento de una buena imagen comercial, clientela solvente, crédito ante la comunidad financiera, cuota de mercado, etc., que debidamente encuadradas en la actividad económica desarrollada, suponen una fuente de beneficios, valorable por un eventual adquirente dispuesto a pagar por él una contraprestación económica.

El fondo de comercio forma parte del conjunto de activos intangibles de la empresa, siéndole de aplicación los principios contables utilizados en los demás activos permanentes, esto es, capitalización primero como activo y amortización después a lo largo de los períodos que resulten beneficiados por esas inversiones. Esto es así, pero con la peculiaridad de que el fondo de comercio sólo se registra cuando se adquiere una empresa, puesto que este elemento forma parte del valor de una organización en marcha, careciendo de sentido su separación del conjunto de la entidad. Y

con otra diferencia, y es que el fondo de comercio puede no tener relación con los gastos en que se incurre para obtenerlo; más aún, el fondo de comercio puede existir sin que se hayan producido gastos específicos para crearlo. Por tanto, en su determinación, pueden darse grandes dosis de subjetividad y de distorsión de la realidad.

Los criterios de valoración del fondo de comercio aplicables en la práctica no dan una respuesta al problema contable del monto por el que ha de hacerse su registro, dado que la valoración última quedará condicionada a los resultados de las negociaciones de compra.

No obstante, nos podemos preguntar, ¿cómo debería actuarse en contabilidad para conocer el precio de transacción de ese activo? Un procedimiento lógico consistiría, primero en identificar los atributos que componen el Fondo de Comercio para luego intentar valorarlos por separado, pero ¿cómo valoras el crédito de la compañía ante terceros, o un equipo de administración especialmente eficaz o cualquier otra cualidad de la empresa que permite el buen funcionamiento de la organización?, sería probablemente difícil de llevar adelante, dado que la mayoría de las cualidades cubrirían aspectos que no tienen una equivalencia inmediata e independiente en términos monetarios.

Por estas dificultades, los métodos para valorar el Fondo de Comercio se centran en dos enfoques más realistas, concretados en las contribuciones que su sola tenencia aporta al patrimonio de la entidad.

1) Primer enfoque.

El Fondo de Comercio representa recursos intangibles atribuibles a la potencialidad de la compañía, en aspectos técnicos y del conocimiento que no pueden valorarse por separado.

2) Segundo enfoque.

El Fondo de Comercio representa beneficios superiores a los resultados obtenidos normalmente en el sector.

Los métodos aplicables de acuerdo con el primer enfoque suponen, que todo exceso del coste de adquisición sobre la participación del adquirente en el valor razonable de los activos y pasivos identificables de la empresa adquirida, en la fecha de compraventa,

debe ser calificado como un fondo de comercio y reconocido como un activo en los estados financieros de la empresa adquirente.

En cuanto al segundo enfoque, se trataría de determinar las ganancias superiores a la media del sector que en su actividad normal la compañía podría obtener y descontar estas a una tasa de rendimiento de mercado, con el fin de determinar el valor actual. El importe obtenido como diferencia entre el precio de adquisición de la empresa y los beneficios esperados descontados a la tasa media de rendimiento obtenido en el sector, sería el valor del Fondo de Comercio de la entidad. Así, de acuerdo al método de valor capital de una inversión, ésta será igual al valor actualizado de los beneficios esperados.

Lo más normal en la práctica será determinar el fondo de comercio en función de los beneficios esperados y posteriormente, la utilidad efectivamente obtenida y así servir como base de negociación para estimar los recursos intangibles no expresados en balance que en definitiva se van a transferir en el conjunto de la empresa.

1.1.3. PROBLEMÁTICA ACTUAL

Cuándo hablamos de valorizar el activo intangible de una empresa hablamos normalmente de valorizar el talento individual y colectivo existente, la rotación de los trabajadores, los niveles de remuneración, los criterios de evaluación del rendimiento, la imagen de marca, la evaluación desde la competencia, los riesgos inherentes a una adquisición, es decir, el capital humano, el capital relacional (componente externo o hacia los clientes) y el capital estructural (componente interno u organización).

En base a esto, la evaluación financiera de una empresa estará equivocada si reducimos el concepto de retorno de la inversión a problemas única y exclusivamente financieros.

La gestión del “Capital Intelectual” va mucho más allá. Es la clave de la competitividad sostenida de las compañías en la nueva era del conocimiento y constituye su capacidad para adaptarse a un entorno dinámico y generar valor en el futuro.

Ninguna compañía escapa a la necesidad de considerar los valores intangibles, especialmente los relacionados con la gestión, transferencia y explotación del conocimiento.

De hecho en el mundo y en Chile, se ha registrado muchas adquisiciones o fusiones entre empresas que han fracasado al subestimar la importancia del “Capital Intelectual”.

Los directivos de estas entidades olvidaron la vinculación comprometida del personal cuando es accionista de su empresa, la pérdida de los directivos más brillantes o el componente humano como factor esencial del éxito.

En las bolsas internacionales, las acciones de muchas empresas se venden a precios medios bastante superiores a su valor contable. Dicho de otra forma, por cada peso del balance, el mercado bursátil está dispuesto a pagar una prima de varios pesos adicionales, lo cual no aparece reflejado en los estados financieros.

Al contrario, también nos encontramos con empresas cuyo valor de mercado es inferior a su valor contable.

¿Cómo es posible que una empresa pueda valer varias veces más o varias veces menos del valor total de sus activos tangibles? ¿De qué naturaleza es este valor adicional (o inferior) que la bolsa reconoce pero que no aparece reflejado en los estados financieros de la empresa? ¿Por qué las acciones de ciertas empresas tienen un valor bursátil mucho más elevado o mucho menor que su valor contable?

Algunos analistas financieros dirían que la diferencia entre el precio de las acciones y su valor contable radica, en muchos casos, en la extrema rentabilidad de esta empresa así como en su excepcional crecimiento (Sveiby, 1997).

Pero esta explicación no es más que una formulación diferente del mismo dilema: ¿por qué una determinada empresa es tan rentable y por qué su crecimiento ha sido tan rápido? ¿Cuál es ese potencial o activo tan misterioso y altamente productivo que sin duda posee y del que carecen otras empresas cuyas acciones cotizan en bolsa a un precio más o menos igual al de su valor contable?

La memoria anual de las compañías nacionales e internacionales a menudo no proporciona ninguna explicación. Están llenas de fotos y describe los productos de la empresa y sus perspectivas. Pero ningún anexo nos da ninguna explicación acerca de la naturaleza de este misterioso activo.

Los inversionistas sólo pueden intentar avanzar argumentos personales; pueden basarse, por ejemplo, en la evolución financiera que está explícitamente detallada en los estados financieros auditados anuales. Pero sólo pueden contar con su propia intuición, ya que se trata de medir la evolución de los activos intangibles de la empresa de los que muy bien podrían depender los flujos futuros.

Los inversionistas (mal informados) realizan una serie de interpretaciones totalmente subjetivas que son el origen de la

importante fluctuación de las cotizaciones de las acciones de las empresas ricas en activos intangibles, fluctuación que corresponde a los ciclos económicos generales y al humor de los propios inversores. Las sociedades cuyo valor bursátil es claramente superior a su valor contable son como un iceberg que emerge y se hunde a medida que los inversores cambian de opinión sobre lo que puede ocurrir en la superficie.

Al contrario de lo que normalmente se piensa, muchas empresas cuya actividad no está relacionada con la tecnología tienen también un valor bursátil que depende en gran parte de sus activos intangibles.

Con respecto a la relación entre valor contable, activos intangibles y valor de mercado, existen muchas empresas tanto en el ámbito local como internacional que tienen un elevado porcentaje de activos intangibles.

La diferencia entre valor de mercado y valor contable depende a veces menos de los activos materiales que de los activos intangibles y debido a que normalmente las empresas no intercambian sus activos intangibles, es imposible deducir su valor a partir de las transacciones habituales realizadas en el mercado, contrariamente a lo que sucede en el caso de los activos materiales. Por lo tanto este valor sólo se descubre de una forma indirecta, en el mercado bursátil o bien cuando una empresa cambia de manos. Cuando una empresa adquiere otra empresa y el precio de la compra es superior al valor neto contable de la misma.

También podemos analizar un segmento específico, como en el caso de esta tesis si se puede contar con información completa de un periodo determinado, pero este es un caso muy especial y normalmente, estos valores intangibles, si existen, se aprecian a través de las transacciones bursátiles de gran magnitud (compras o fusiones).

La bolsa evalúa diariamente los activos de las empresas cotizadas y ofrece una idea aproximada de cuál sería el valor de sus primas o castigos, sólo en el caso que se vendiera una gran parte o la totalidad de la empresa.

Naturalmente, el precio de las acciones fluctúa en función de las grandes tendencias de la economía y una simple imagen de un mercado no revela toda la verdad. Por lo tanto, la valoración de las empresas citadas en este trabajo se realizará en base a series históricas que implica un análisis independiente de las fluctuaciones puntuales y de corto plazo del mercado bursátil chileno.

El valor bursátil de una empresa corresponde a la evaluación de sus acciones por el mercado. Cada acción representa una fracción del capital, una fracción del valor contable de la empresa. Cuando la cotización es superior al valor contable, la teoría bursátil tradicional considera este suplemento como la evaluación por parte del mercado del potencial de beneficios futuros. Si la empresa se vende, ese potencial es el que se convierte en plusvalía (o también denominado en algunos textos como goodwill). Por lo tanto en los activos de la empresa tendrá que haber algún elemento que proporcione algo más que una simple inversión bancaria. Este algo más, es invisible, ya que no se refleja contablemente, y además es intangible ya que no se trata ni de inmuebles ni de dinero.

En la era actual, y dentro de un contexto económico y empresarial, que se caracteriza por fenómenos como la globalización, los crecientes grados de competitividad, la evolución de las nuevas tecnologías, el e-business y la naturaleza dinámica de los nuevos mercados, no parece existir ninguna duda acerca de que el conocimiento representa uno de los valores más críticos para lograr el éxito sostenible en cualquier organización (lo que ha sido estudiado intensivamente por investigadores como Argyris y Schön, Nonaka, Kogut y Zander, Grant, Spender, Davenport y Prusak, Bontis entre otros). En verdad, vivimos en una "Economía del Conocimiento" en la que éste se compone del conjunto de información, inteligencia y experiencia práctica que, transformado en capacidad para la acción, constituye la base de las cualidades que atesoran las organizaciones. Así pues, la habilidad para adquirir información, transformarla en conocimiento, incorporarlo como aprendizaje, compartirlo rápidamente y ponerlo en práctica dónde, cómo y cuando sea necesario, constituye la capacidad organizativa más importante para enfrentarse a las turbulencias del entorno (Dogson, 1993; Nonaka, 1994; Nonaka y Takeuchi, 1995; Bierley y Chakrabarty, 1996; Grant, 1996, 1997; entre otros). En general, existe un consenso generalizado acerca de que el conocimiento no es sino el resultado de un proceso clave: el aprendizaje (Argyris y Schön, 1978; Duncan y Weiss, 1979; Kogut y Zander, 1992; Miller, 1996; Alle, 1997; Vera y Crossan, 2000). Y el papel que el conocimiento y el aprendizaje desempeñan en el éxito de la organización se ha convertido en un área esencial de investigación, tanto en el campo académico como en el de la práctica empresarial.

Si bien se ha reiterado la existencia de un claro vínculo entre el conocimiento y el éxito de la organización, todavía está sin

determinar cómo tiene lugar la consecución y consolidación de una capacidad de aprendizaje suficiente para lograr esa correspondencia. La respuesta a esta cuestión no es única ni simple y, aunque no faltan opiniones al respecto, frecuentemente, ofrecen un punto de vista fragmentado o limitado, tanto del conocimiento y de los procesos de aprendizaje en la organización como de las condiciones que determinan su idoneidad.

En realidad, no es posible hablar con solidez del conocimiento y de la capacidad de aprendizaje en las organizaciones mientras el discurso teórico únicamente se aferre a la presencia o ausencia del conocimiento y de los procesos de aprendizaje que lo hacen posible. Lo que resulta indispensable es buscar un vínculo entre el conocimiento y la realidad de las organizaciones (Spender, 1996), y analizar el alcance del impacto del conocimiento sobre la efectividad y la eficiencia organizativas. A este respecto, escasean los razonamientos convenientemente contrastados e incluso existen puntos de vista divergentes (Vera y Crossan, 2000), todo lo cual, no hace sino incrementar la dificultad asociada a la elucidación de estas cuestiones y prolongar la necesidad de investigación en este área.

En especial, para que este campo de estudio avance, a falta de un trabajo empírico completo, aspecto que, aún hoy, todavía está en fase de incipiente desarrollo.

Ahora bien, la obtención regular de unos resultados superiores a partir del conocimiento no es algo que ocurra automáticamente, sino que exige la fijación de algunas condiciones de gestión que estén orientadas tanto la reunión de conocimientos efectivos como a su uso práctico en la organización.

Precisamente, el verdadero valor del conocimiento reside en su integración con las actuaciones y prácticas cotidianas de la organización, pero de tal forma que ésta sea capaz de prestar atención, más o menos consciente, al conjunto de factores, instrumentos o precondiciones que facilitan la generación, absorción, difusión y utilización del conocimiento en esa actividad cotidiana. Nos estamos refiriendo a los mecanismos que la organización debe contemplar a fin de asegurar la alineación óptima del conocimiento y de los procesos de aprendizaje y, de este modo, fortalecer la posición en el mercado de la organización, fundamentalmente basada en un flujo constante de productos y servicios renovados o mejorados específicos a cada compañía.

La literatura se ha referido a estos esfuerzos organizados como "Gestión del Conocimiento", concepto por el que se reconoce la

importancia de gestionar los procesos y actividades asociados con el conocimiento.

La “Gestión del Conocimiento” incorpora las actuaciones orientadas a identificar y procurar los criterios e instrumentos necesarios para aquellos empleados y profesionales de las organizaciones que se enfrentan a la difícil tarea de optimizar el control y gestión de su factor de producción más relevante. A pesar de que la “Gestión del Conocimiento” se ha convertido en una de las principales cuestiones para los actuales administradores, es un concepto que se ha definido de formas limitadas. Incluso se manejan diferentes significados y denominaciones para referirse a ello. Así por ejemplo, junto a la expresión “Gestión del Conocimiento” también se utilizan las denominaciones "gestión de competencias", "Gestión del Capital Intelectual" o "Gestión de los Activos Intelectuales", con las que frecuentemente se confunde, a pesar de que se trata de conceptos diferentes.

Con independencia de cómo lo queramos llamar, la “Gestión del Conocimiento” es un fenómeno que existe y que consideramos trascendental para la creación de las condiciones necesarias para la generación, acumulación y desarrollo del conocimiento como fuente de valor para la organización. Y es que, si bien todas las organizaciones aprenden (mejor o peor, formal o espontáneamente) para sobrevivir en el mercado, la probabilidad de que el aprendizaje tenga éxito será mayor si la organización consigue gestionar el conocimiento y los procesos de aprendizaje que lo hacen posible.

Tal como ya se mencionó, se ha generado una variedad de descripciones y enfoques de análisis, pero no existe conformidad en cuanto a su alcance y contenido, llegando incluso a producirse, en cierto modo, contradicciones.

Algunos autores representan la “Gestión del Conocimiento” como el “conjunto de procesos y prácticas sistematizados y estructurados” que permiten adquirir, organizar y comunicar la información y el conocimiento a los empleados de una organización, de tal forma que éstos puedan utilizarlo haciendo más efectivo y más productivo su trabajo. Otros autores, reconocen que la “Gestión del Conocimiento” está relacionada con los miembros de una empresa que incentivan elementos de índole cultural, interpersonal o experimental, que estimulan el desarrollo del conocimiento y su impacto en el rendimiento.

En cualquier caso, el aspecto central de la “Gestión del Conocimiento” es el de encontrar las mejores formas de cultivar, nutrir y aplicar el conocimiento en los diferentes niveles en los que

está presente dentro de la organización, bien sea en el individuo, en los grupos o en la propia organización. En otras palabras, la “Gestión del Conocimiento” debe asegurar la disponibilidad del conocimiento necesario para las personas correctas, en el momento oportuno y en el lugar adecuado, ayudando a los miembros de la organización a compartir y poner en acción el conocimiento en formas que conduzcan a mejorar el rendimiento organizativo.

Por lo tanto, si bien el conocimiento por si mismo no necesariamente conduce a mejores resultados, la “Gestión del Conocimiento” modera y facilita esta asociación entre el conocimiento y los resultados, transformando el conocimiento en una fuente efectiva de ventajas y de logros sostenibles (Vera y Crossan, 2000).

Sobre la base de las ideas presentadas, el objeto de esta tesis es en primer lugar, intentar mejorar la comprensión de la importancia que tienen el conocimiento y la capacidad de aprendizaje de cualquier organización para preservar su posición de mercado y alcanzar un estado de mejora continuado. A este respecto, en esta tesis desarrollamos un marco de aprendizaje en la organización y lo relacionamos con el conjunto de los elementos de “Gestión del Conocimiento”, que son necesarios para que se conviertan en una fuente de éxito para la organización.

Con este objetivo, estructuraremos esta tesis en dos partes diferenciadas:

La primera parte la dedicaremos a construir el marco conceptual que nos permita desarrollar una mayor comprensión del concepto de conocimiento y del funcionamiento de los sistemas de aprendizaje del mercado, discerniendo cómo el aprendizaje ocurre en los niveles individual y colectivo, así como cuales son las dimensiones del conocimiento que los configuran. Asimismo, nos detendremos en la “Gestión del Conocimiento”, y trataremos de determinar cuáles son los facilitadores fundamentales de la capacidad de aprendizaje en la organización, incidiendo en la necesidad de diferenciar cuales de esos factores están relacionados con los procesos de trabajo y aspectos técnicos de la organización, y cuáles están vinculados con el potencial personal o social de los miembros del sistema. Se trata, pues, de determinar qué factores pueden ser gestionados por las organizaciones a fin de facilitar el que los activos de conocimiento y sus procesos relacionados se traduzcan en el logro efectivo de los objetivos de la misma (un impacto positivo sobre los resultados de la organización).

La segunda parte, inicia una investigación empírica y la dedicaremos a exponer la metodología de análisis y los resultados obtenidos de la investigación histórica y empírica de las relaciones propuestas. Finalmente, ofreceremos las conclusiones fundamentales extraídas de nuestro trabajo, así como sus limitaciones esenciales y las futuras líneas de investigación asociadas a la nuestra.

A un mayor nivel de detalle, nuestra forma de proceder es la siguiente (por capítulos):

En el capítulo 2 se estudia un marco conceptual relacionado a las organizaciones y al mercado (específicamente el bursátil). Se menciona la “Gestión del Conocimiento” como sistema de aprendizaje, para el establecimiento de ventajas competitivas permanentes. Por otra parte, los sistemas de aprendizajes de los inversionistas implican el desarrollo de conocimientos que pueden ser contemplados como un stock vigente o potencial de herramientas que servirán para valorizar las empresas consideradas en la muestra.

Consideramos de esta manera que toda organización es un sistema de aprendizaje abierto en el que las percepciones del entorno son el principal desencadenante de los procesos de aprendizaje por los que se producen cambios en los stocks de conocimiento, con objeto de refinarlos y adaptarlos a las necesidades de la organización. De esta forma, si bien las organizaciones aprenden por medio de sus individuos, también existe una percepción de dicho el conocimiento en niveles colectivos fuera de la propia organización.

Así, en la medida en que el entorno evoluciona, debe producirse una evolución paralela de los conocimientos de los inversionistas con respecto a determinada Sociedad Anónima que se transe en la Bolsa de Comercio.

En conformidad con estas apreciaciones, la capacidad de aprendizaje de los inversionistas en conjunto (mercado) estará determinada por el potencial utilizar su estructura de conocimiento y para mantenerla en un estado de continua evolución por medio de la renovación de esos conocimientos.

En el capítulo 3 nos detendremos en el estudio de series históricas de precios de las acciones y valores contables de diferentes empresas de diversos sectores de la economía chilena, deteniéndonos particularmente en aquellas sociedades

anónimas que tienen un carácter deportivo y social y que se caracterizan por tener extensos terrenos sumamente cotizados por el mercado inmobiliario chileno. Esta muestra considera principalmente sociedades de Santiago y alguna de Viña del Mar.

En el capítulo 4 se busca contrastar los resultados obtenidos en el capítulo anterior con un breve estudio exploratorio de mercado, consistente en una encuesta a diferentes perfiles de inversionistas, con el fin de determinar si la percepción de estos actores del mercado está en línea con los resultados del análisis histórico.

En el capítulo 5 procederemos a realizar conclusiones a partir de los resultados obtenidos a partir de los datos conseguidos del estudio de la serie históricas y la encuesta realizada sobre una pequeña muestra de inversionistas nacionales. Esto nos permitirá además contrastar las hipótesis formuladas, la comprobación de las recomendaciones tradicionalmente establecidas por la literatura.

A modo de discusión, también recogeremos las implicaciones que para la dirección de la organización se deducen del estudio y, finalmente presentaremos las limitaciones del estudio y las futuras líneas de investigación. En este punto, sólo nos queda iniciar el camino propuesto, conscientes de sus dificultades aunque, al mismo tiempo, sabiendo que vale la pena aportar algo de luz al conocimiento de fenómenos de la organización que aún están por descubrir y sin depender solamente de los resultados que se puedan obtener.

1.2. OBJETIVOS DE LA INVESTIGACIÓN:

HIPOTESIS

La hipótesis de la investigación es: “La Existencia de una Valoración por parte del Mercado Bursátil Chileno del Capital Intelectual de una muestra de las empresas componentes de la Bolsa de Comercio de Santiago”.

Esta muestra específicamente está conformada por acciones de carácter inmobiliario, deportivo y social y que presentan una serie de ventajas para su estudio (que se mencionarán más adelante).

Esta hipótesis será contrastada con los resultados obtenidos ya sea en el análisis histórico de razones precio/valor libro, “Q de Tobin”

así como del estudio exploratorio de mercado a desarrollarse con diferentes tipos de inversionistas nacionales.

Con lo anterior se intentará demostrar en el caso particular de estas empresas, si es que efectivamente los diferentes tipos de inversionistas, a la hora de invertir, valoran en forma eficaz, ya sea positivamente o negativamente, el “Capital Intelectual” existente en ellas.

1.2.1. FACTIBILIDAD DEL ESTUDIO EN EL AMBITO CHILENO

La “Gestión del Conocimiento” es también en Chile la nueva tendencia generadora de ventajas competitivas orientada a mejorar los procesos y en la disminución de los costos.

Según algunos consultores chilenos, el principal problema que rodea a la “Gestión del Conocimiento” en Chile es el desconocimiento por parte de la mayoría de las empresas del potencial que pueden generar con un modelo eficaz de “Gestión del Conocimiento”. Al mismo tiempo tienden a confundir la “Gestión del Conocimiento” con una mera gestión documental o desde el punto de vista de los recursos humanos con una gestión de competencias, cuando en verdad la “Gestión del Conocimiento” es un cambio cultural global que afecta a una organización en las personas, procesos, tecnologías y contenidos y cuyo valor o resultado final se ve claramente reflejado en la cuenta de resultados.

Se percibe que la mayor barrera en Chile en torno a compartir el conocimiento es la cultura de las organizaciones, dado que son las personas quienes poseen el conocimiento, y a su vez, son ellas quienes ponen las barreras para que el compartir no sea algo natural.

Según muchos consultores organizacionales nacionales, uno de los errores más comunes en Chile es confundir a la “Gestión del Conocimiento” como un problema tecnológico. En general, se tiende a generar soluciones técnicas para un problema que posee un factor fundamentalmente de dependencia humana.

El hecho de ver a la “Gestión del Conocimiento” como un problema de operar con personas permite diseñar soluciones de mejor calidad y con mayor expectativa de éxito y resultados. Claramente, es necesario contar con indicadores que permitan visualizar los resultados logrados por la “Gestión del Conocimiento”, ya que no basta con percepciones subjetiva. La idea es generar medidas objetivas que permitan evaluar de una forma más concreta los resultados obtenidos.

La “Gestión del Conocimiento” debe adaptarse a las características de cada sector u organización al que va destinado, ya que no existe una receta mágica que asegure un funcionamiento o desarrollo adecuado. Lo importante es que el equipo de profesionales que van a estudiar, implantar y desarrollar la “Gestión del Conocimiento” entienda que siempre tiene que ir unida a la estrategia de la Organización. Bien es verdad que en todo proceso de implantación de “Gestión del Conocimiento” hay que seguir una mínima secuencia lógica y estudiar tanto los procesos, roles, tecnología, estructura, contenidos, fuentes, accesibilidad, hardware, software, productos y/o servicios, es decir, los elementos principales que van a hacer de esa “Gestión del Conocimiento” un proceso clave dentro de la Organización.

En una visión general de la problemática actual en Chile se observa que las organizaciones poseen un gran potencial al comprender que el conocimiento ha sido un recurso que ha sido, hasta ahora, administrado de una manera totalmente informal, lo cual ha generado un tipo de ceguera en torno a él.

En la bolsa chilena, las acciones de muchas empresas se están vendiendo a un precio medio muy distinto a su valor contable. Dicho de otra forma, por cada peso del patrimonio contable, el mercado bursátil está dispuesto a pagar una prima o un castigar el precio lo que no aparece explicado en ningún estudio.

En concreto existen acciones de ciertas empresas nacionales que tienen un valor bursátil mucho más elevado o inferior a su valor contable.

Algunos analistas chilenos, que ejercen gran influencia sobre el valor bursátil de las empresas, mencionan que la diferencia entre el precio de las acciones y su valor contable radica, en muchos casos, en la extrema o baja rentabilidad o su grado de crecimiento.

Pero esta explicación no es más que una formulación diferente de la misma cuestión: ¿por qué determinadas empresas son muy o poco rentables y por qué su crecimiento ha sido muy rápido o muy lento? ¿Existe un activo oculto y altamente productivo que sin duda algunas compañías poseen y del que otras carecen otras cuyas acciones cotizan en bolsa a un precio más o menos igual al de su valor contable?

El balance anual a menudo no proporciona ninguna explicación. En el caso de las empresas exitosas entrega estadísticas, fotos y describe los productos de la empresa. Pero ningún anexo informa acerca de la naturaleza del activo intangible.

Los inversionistas nacionales sólo tienen argumentos personales que se basan, por ejemplo, en la evolución de la liquidez que está explícitamente detallada. Pero al fin, sólo pueden contar con su propia intuición, ya que se trata de medir una evolución de los activos intangibles de la empresa de los que muy bien podrían depender los flujos futuros y la liquidez.

Estos inversionistas mal informados se entregan normalmente entonces a una serie de interpretaciones totalmente subjetivas que son el origen de la importante fluctuación de las cotizaciones de las acciones de las empresas nacionales, fluctuación que corresponde a los ciclos económicos generales y al humor de los propios inversionistas.

Tal como señala Sveiby “Las sociedades cuyo valor bursátil es claramente superior a su valor contable son como un iceberg que emergen y se hunden a medida que los inversores cambian de opinión sobre lo que puede ocurrir en la superficie”.

Podemos afirmar que las empresas cuya actividad está relacionada con las tecnologías de punta no son las únicas cuyo valor bursátil depende en gran parte de sus activos intangibles. De hecho, hay muchas empresas industriales o de servicios (como por ejemplo de la Banca Chilena) en las que se ha presentado una evolución interesante de la relación entre valor contable, activos intangibles y valor de mercado.

La diferencia entre valor de mercado y valor contable depende menos de los activos materiales que de los activos intangibles, lo cual permite hacer una comparación entre por ejemplo entre las empresas Endesa (generadora eléctrica controlada por capitales españoles) y el Banco nacional Corpbanca, el cual ha tenido una muy positiva evolución.

Mientras que Endesa es, en todos los sentidos, un generador eléctrico tradicional, los principales activos de Corpbanca son y una política de gestión y servicio que contempla la participación de los empleados. Dado que las empresas no intercambian sus activos intangibles, es imposible deducir su valor a partir de las transacciones habituales realizadas en el mercado, contrariamente a lo que sucede en el caso de los activos materiales.

Por lo tanto este valor sólo se descubre de una forma indirecta, en el mercado bursátil o bien cuando una empresa cambia de manos. Cuando una empresa adquiere otra empresa y el precio de la compra es superior al valor neto contable de la misma, se puede apreciar en su real magnitud el verdadero valor de la compañía, aún

cuando podemos dudar de las estimaciones realizadas por el inversionista.

La bolsa evalúa diariamente los activos de las empresas cotizadas y ofrece una idea aproximada de cuál sería el valor real en caso que se vendiera la totalidad de la empresa. Naturalmente, el precio de las acciones fluctúa en función de las grandes tendencias de la economía y una simple imagen de un mercado no revela toda la verdad. Por lo tanto, el valor bursátil de una empresa corresponde a la evaluación de sus acciones por el mercado. Cada acción representa una fracción del capital, una fracción del valor contable de la empresa. Cuando la cotización es superior al valor contable, la teoría bursátil tradicional considera esta plusvalía como la evaluación por parte del mercado del potencial de beneficios futuros.

Entre los activos de la empresa existe un elemento invisible, ya que no se refleja contablemente, y además es intangible ya que no se trata ni de inmuebles ni de dinero. En Chile, tal como ocurre en otras economías mundiales, en la mayoría de los casos la gestión empresarial actualmente está apuntando tanto a crear estructuras de conocimiento como en fabricar productos. En Chile, como país integrado al mundo, nos estamos dando cuenta que las empresas deben ocuparse del desarrollo de los activos tangibles e intangibles de las mismas, pero ahora dándonos cuenta que los activos más importantes de una empresa no son los objetos materiales (máquinas, herramientas, bienes inmobiliarios, fábricas) que están detallados en el balance, sino que lo son los activos intangibles e invisibles.

En el caso particular de la muestra de empresas que se estudiará en esta tesis, existe una importante particularidad y es que son sociedades con un extenso patrimonio inmobiliario, por lo tanto podremos estimar si su “Capital Intelectual” es capaz de contrarrestar la obvia valoración inmobiliaria de sus inversionistas.

CAPÍTULO 2: MARCO CONCEPTUAL

2.1. “CAPITAL INTELECTUAL” EN LA ORGANIZACIÓN

2.1.1 INTRODUCCIÓN

En los próximos capítulos se describen las principales líneas de investigación concernientes a los que, a mi juicio, son los tres principales conceptos que se manejan cuando nos referimos a los activos intangibles: “Capital Intelectual”, “Gestión del Conocimiento” y Medición de los Activos Intangibles.

Estos tres conceptos han sido desarrollados a través de la investigación de diferentes estudiosos a nivel mundial por lo que muchos de estos conceptos son descubiertos comúnmente en la literatura actual referida a estas materias.

Sin embargo, a través de este capítulo descriptivo de la situación actual o estado del arte de la investigación, he querido diferenciar tales conceptos, con el fin de entregar un aporte conceptual a la investigación.

a) Bajo esta perspectiva, puedo señalar que “Capital Intelectual” es un concepto producto principalmente asociado al “valor de lo intangible”, es decir a la fuerza innovadora de las personas y compañías que les están permitiendo nacer y desarrollarse y es por lo cual los inversionistas están dispuestos a invertir en una compañía por sobre su valor meramente contable.

b) Con respecto al concepto “Gestión del Conocimiento”, me gustaría señalar que, según mi opinión, tiene un carácter más académico. Constituye un “proceso” ya que los modelos que se desarrollen y apliquen bajo su teoría, permitirá a las empresas y sociedades crear, incrementar y almacenar un determinado monto de “Capital Intelectual” (producto).

c) Finalmente, el concepto de “Medición de los Intangibles”, según mi opinión es el proceso de control y que no ha sido todavía bien definido en la literatura y es un capítulo esencial de la investigación total debido a que si bien podemos desarrollar modelos de Gestión de conocimiento que creen valor, finalmente requeriremos medir los resultados y en especial entregar a los inversionistas de las compañías que los desarrollan una visión y valorización de los bienes intangibles que las componen.

El desarrollo práctico de esta tesis, en capítulos posteriores, se centrará en determinar en primer lugar si en un mercado real y especializado como el accionario (de Chile) los inversionistas están tratando de valorizar el “Capital Intelectual” y bienes intangibles de

las compañías, aún cuando sea de un modo instintivo o subjetivo, que se explica debido a la no existencia todavía de modelos de medición que puedan llevarse a la práctica y que sean comúnmente aceptados (aún cuando se podrá apreciar que existen varias iniciativas importantes en este ámbito).

Para el desarrollo de este capítulo de materias bibliográficas, se ha tratado de recopilar y mencionar aquellos autores y libros de mayor relevancia y connotación en el tema, no obstante existe una nutrida cantidad de materias y autores que han desarrollado estos conceptos.

La proliferación de entornos frecuentemente complejos e impredecibles, sometidos a un estado de cambio permanente, acelerado e interdependiente, requiere que las organizaciones, como si de organismos vivos se tratasen, se adapten para sobrevivir. Éstas deben ser ágiles, capaces de cuestionar su pasado y de hacer las cosas de forma diferenciada y, para ello, el conocimiento es la clave para mantener la actitud abierta hacia el cambio y hacia una mejora constante. Tal y como afirma Nonaka (1991): “En una economía donde lo único cierto es la inestabilidad, el conocimiento es una fuente segura de ventaja competitiva sostenible. Cuando los mercados cambian, las tecnologías proliferan, los competidores se multiplican y los productos pronto quedan obsoletos, las compañías con éxito son aquellas que crean nuevos conocimientos, los difunden rápidamente por toda la organización, y los aplican a nuevas tecnologías y productos”.

Evidentemente pues, las organizaciones no pueden confiar exclusivamente en el mantenimiento de sus conocimientos y habilidades actuales, sino que deben ser capaces de desarrollar y aplicar nuevos conocimientos, completando y conservando la capacidad de ajuste de sus características internas -productos, servicios, procesos productivos- a las transformaciones del entorno. Todo ello es el fundamento para la obtención de unos resultados superiores (Leonard-Barton, 1995).

Verdaderamente, resulta interesante observar que, en los últimos tiempos, se está generando una dinámica orientada a fomentar la capacidad de aprendizaje en la organización como uno de los elementos críticos para mantener a la organización en un estado de desarrollo y evolución permanentes. De hecho, la experiencia muestra claramente cómo aquellas organizaciones que no han desarrollado una capacidad de aprendizaje han visto reducida su capacidad competitiva. Incluso se ha reconocido que el aprendizaje

es un comportamiento inherente a toda organización, destinado a mejorar su capacidad de adaptación y anticipación a las exigencias del entorno (Duncan y Weiss, 1979; Nevis, DiBella y Gould, 1995), así como a dotarla de una idiosincrasia propia y difícil de imitar fuera de su contexto.

De acuerdo a lo anterior, emprenderemos la comprobación de que tanto la organización como el mercado actúan como sistemas de aprendizaje en contacto permanente con el entorno y examinaremos cómo se motiva el desarrollo de la capacidad de aprendizaje de la organización y del mercado. Asimismo, distinguiremos cada una de las dimensiones del conocimiento que configuran dichos sistemas, gracias a las cuales tienen lugar la convivencia del conocimiento y el aprendizaje. Seguidamente, apreciaremos el dinamismo que caracteriza a ambos sistemas, y que es propiciado por la evolución continua que experimentan los conocimientos en y entre los distintos niveles de aprendizaje reconocidos en cada uno de ellos. Todo ello nos dará una visión suficientemente completa del funcionamiento de la organización como sistema de aprendizaje y del mercado como sistema global de aprendizaje, constituyendo una base que nos permite explicar el comportamiento de las organizaciones e inversionistas ligado a la "Gestión del Conocimiento".

Cabe mencionar que en este capítulo tocaremos la temática del mercado como sistema de aprendizaje. Este es un punto muy controversial por cuanto podríamos erróneamente pensar que el mercado realiza siempre una valorización realista de una empresa y nos muestra el valor exacto de la misma. No obstante, tal como veremos más adelante, para que un mercado funcione de dicha forma debe estar bastante desarrollado y contar con toda la información disponible.

Como se mencionará en este capítulo y en el desarrollo de la investigación histórica, se aprecia que el mercado bursátil efectivamente se ha transformado y desarrollado en forma extraordinaria, en un periodo de 20 años, coincidentemente con el periodo bajo estudio en esta tesis. De esta forma nos encontraremos, al inicio de la serie de datos estudiada, con un mercado poco "profundo", poco transparente y que no contaba con mucha información importante (principalmente en la década de los 80) y que fue lo determinante para las extraordinarias ganancias que pudieron conseguir los inversionistas más visionarios que participaron en la Bolsa de Comercio en esos años.

2.1.2. “CAPITAL INTELECTUAL”: CONCEPTO Y CLASIFICACION

El “Capital Intelectual” se puede definir como “El activo intangible de una empresa que no aparece en los estados financieros, pero que es el elemento fundamental para que las empresas, que actúan en la nueva economía, se desarrollen y subsistan”.

El valor total de una firma proviene de la suma de sus activos tangibles e intangibles.

Los activos tangibles son muy conocidos y se refieren al capital financiero y al capital físico que normalmente está contabilizado en los balances.

El “Capital Intelectual” (o intangible) procede de los trabajadores actuales o pasados de la empresa e incluso se pueden agrupar en categorías que, juntas, constituyen el balance de los activos intangibles de la empresa.

Clasificación del “Capital Intelectual”

Si bien las clasificaciones del “Capital Intelectual” han ido desarrollándose cada día con un mayor detalle, nos interesa no perder lo medular del concepto y para lo cual adoptaremos la siguiente clasificación y que consiste en lo siguiente (que fue también resumido en la exposición de la profesora Paloma Portela en Bogotá, en Noviembre de 2000):

a) Capital Estructural (también denominado “Componente Interno”):

Consiste en la estructura interna de la empresa, es decir modelos, cultura, sistemas tecnológicos y administrativos y recursos de información que son patrimonio de la empresa.

En otras palabras es lo que se queda en la organización cuando la gente se va, como por ejemplo la cultura, la estrategia, la estructura organizativa, la propiedad intelectual, los contenidos y la tecnología de información.

Debe notarse que tanto la cultura de la empresa como el ambiente que se respira dentro de la misma forman también parte de este capital estructural. Este último y los trabajadores constituyen conjuntamente lo que generalmente se denomina la organización, es decir el resultado de la interacción de los empleados entre sí y de su efecto sobre el entorno (Weick, 1977).

b) Capital Relacional (también denominado como “Componente Externo”)

Constituye la estructura externa, es decir las relaciones con los clientes, los proveedores, los competidores, los agentes del entorno, marcas, imagen y prestigio.

Este elemento no puede ser completamente controlado al depender de las relaciones con terceros. Dentro de esta categoría se pueden mencionar las bases de clientes, la lealtad de los clientes, las alianzas, calidad de servicio al cliente, reputación, impacto en el mercado, marcas e interrelaciones.

En realidad, el valor comercial de las relaciones con los clientes (o con los proveedores) no es más invisible que el valor comercial de una fábrica. Entonces ¿por qué se considera como tal? Porque este valor comercial no responde a ninguna definición comúnmente aceptada ni a ninguna medida estandarizada.

Lo anterior no quiere decir en absoluto que sea imposible o inútil evaluar la calidad de estas relaciones, sino simplemente que es difícil comparar los resultados obtenidos por diferentes empresas, en períodos de tiempo diferentes.

El valor de los activos del componente externo depende principalmente de cómo gestiona la empresa las relaciones con sus clientes, por lo que siempre existe un factor de incertidumbre debido a que la reputación de una empresa y la naturaleza de las relaciones de ésta con sus clientes, debido a que éstas pueden variar con el transcurso del tiempo.

c) Capital Humano (también denominado “competencia de los trabajadores”):

Son los intangibles ligados a cada trabajador o grupo humano de la compañía, que no son propiedad de la empresa y que consisten en las competencias de los empleados, entendiendo éstas como las habilidades y experiencias que permiten que éstos puedan crear activos tangibles e intangibles.

Dentro de esta categoría se pueden mencionar la capacidad de aprender y de innovar de las personas y equipos, la satisfacción personal y el liderazgo.

El capital humano es el conocimiento útil para la empresa que poseen tanto las personas y equipos que la componen, así como su capacidad de regenerarlo.

Es importante destacar que muchos autores consideran que este es el activo más importante de las organizaciones y que es la base de la generación de los dos otros tipos de "Capital Intelectual".

Las empresas intensivas en conocimiento (aquéllas en las que, a diferencia sobre todo de las empresas industriales, la herramienta de producción es básicamente la materia gris) dependen en primer lugar de sus empleados que, se convierten al mismo tiempo en responsables de las máquinas y en las propias máquinas (Sveiby, 1997).

En definitiva, el valor comercial global de una empresa se puede considerar como la suma de su capital visible o tangible y de las tres categorías de activos intangibles.

Si analizamos desde este punto de vista las empresas que comercializan bienes de consumo (Coca-Cola, por ejemplo) es lógico suponer que sus activos intangibles son principalmente sus marcas (capital relacional), su política de funcionamiento (capital estructural) y algunas veces, sus secretos de fabricación (capital estructural).

Los activos intangibles como las marcas o el know-how reconocidos tienen un valor comercial, ya que son propiedad de la empresa que los detenta independientemente de sus trabajadores.

Por ejemplo, los activos más valiosos de McDonald's son, probablemente, su marca y su red de franquicias (ambos capital relacional). Por el contrario, el valor comercial de un fabricante de automóviles reside esencialmente en sus activos materiales y en su profunda experiencia de organización y de gestión de una producción compleja (capital estructural).

Por su parte, el activo más importante de una empresa constructora que no posea ningún bien inmobiliario es su capacidad para desarrollar y concluir con éxito proyectos complejos (capital estructural).

Los activos intangibles de las empresas del sector farmacéutico están constituidos por su cartera de investigación y desarrollo (capital estructural) y por sus marcas (capital relacional) ya que sus sistemas de producción no son muy complejos.

El valor de una empresa de consultoría reside principalmente en la competencia de sus empleados (capital humano) y en la calidad de las relaciones con sus clientes (capital relacional), mientras que el valor de sus activos materiales no tiene demasiada importancia.

Otro ejemplo común que se encuentra en la literatura es la enorme diferencia entre la capitalización bursátil de Microsoft y su valor

contable se explica en primer lugar por la cartera de clientes de esta empresa: más de treinta y cinco millones de usuarios del sistema operativo Windows a los que se puede considerar como una clientela fija, ya que es difícil cambiar de soporte informático cuando se está habituado a trabajar con uno concreto.

En realidad, los activos intangibles son tan importantes que si los directivos no saben administrarlos adecuadamente, las empresas pueden acabar quebrando.

Los primeros trabajos en torno al “Capital Intelectual” se remontan a estudios del aprendizaje organizativo en la década de los años 60, sin embargo, la mayoría de las aportaciones centradas en la “Gestión del Conocimiento” se concentran en la década de los noventa, a excepción de la de Nonaka, quien realiza sus primeros trabajos en los años ochenta (junto a Johansson en 1985 y solo en 1988).

Entre los autores que asocian el concepto de Aprendizaje Organizativo al manejo o “Gestión del Conocimiento” en las organizaciones, cabe distinguir varias corrientes, que colocan el acento en aspectos diferentes de la “Gestión del Conocimiento”:

1) La corriente centrada en la problemática de la creación de conocimiento en las organizaciones:

Entre los autores situados en esta línea se encuentran: Amponsem (1991), Huber (1991), Marengo (1991), Quinn (1992), Andréu y Ciborra (1994, 1995, 1996), Revilla (1995), Nonaka y Johansson (1985), Nonaka (1988, 1991), Nonaka y Takeuchi (1995), Ichijo (1997), Reinmoeller y Senoo (1998).

A los trabajos de los autores citados, se añaden los de otros autores, tales como Dodgson (1993) y Sánchez y Heene (1997).

Para los últimos autores citados, el Aprendizaje Organizativo se corresponde con los procesos o modos a través de los cuales la organización crea o construye conocimiento y, asimismo, amplía la base de conocimiento que posee. En esta misma línea, se sitúa la aportación de Nonaka, quien considera la creación de conocimiento como el núcleo central del Aprendizaje Organizativo (Nonaka y Takeuchi, 1995; Nonaka e Ichijo, 1997; Nonaka, Reinmoeller y Senoo, 1998).

2) La corriente que se preocupa por la conversión del conocimiento individual en organizativo:

Este grupo de autores se centran en aspectos diferentes al de la creación de conocimiento organizativo. En particular, Amponsem (1991) quien asocia el Aprendizaje Organizativo al proceso a través del cual el conocimiento individual se convierte en conocimiento de toda la organización. A este respecto, Amponsem (1991) propone un modelo del proceso de Aprendizaje Organizativo compuesto por cinco etapas, orientado a asegurar la conversión apuntada. Asimismo, Nonaka también aborda esta cuestión (Nonaka y Takeuchi, 1995) para quien la integración entre el conocimiento generado en el plano individual y el creado en el organizativo, se logra a través de la “espiral de creación de conocimiento organizativo”.

3) La corriente focalizada en la adquisición de conocimiento por parte de la organización, principalmente representada por Huber (1991) se centra en la cuestión relativa a la adquisición de conocimiento por parte de las organizaciones.

4) Línea de pensamiento que vincula el Aprendizaje Organizativo a la creación de capacidades.

Autores, como Marengo (1991) y Andreu y Ciborra (1994, 1995, 1996) consideran el Aprendizaje Organizativo como el proceso de generación de nuevas competencias organizativas.

La creación de competencias implica, asimismo, la creación de conocimiento. Dentro de esta línea, Andreu y Ciborra (1994, 1995, 1996) vinculan el Aprendizaje Organizativo al desarrollo de un tipo peculiar de competencias, en concreto, competencias o capacidades nucleares de la organización.

5) Finalmente, la línea que relaciona el concepto de Aprendizaje Organizativo con el proceso de resolución de problemas organizativos.

Algunos autores, como Andreu y Ciborra (1994), Revilla (1995) y Andreu y Sieber (1998), enlazan el Aprendizaje Organizativo con el proceso de resolución de problemas. En opinión de dichos autores, el aprendizaje de la organización es consecuencia de la ampliación de la base de conocimientos de la misma, derivada de la incorporación del conocimiento generado en los procesos de resolución de problemas organizativos.

2.1.3. CONOCIMIENTO EXPLÍCITO CONOCIMIENTO TÁCITO

El fenómeno de la creación del conocimiento en las organizaciones, más conocido como aprendizaje organizativo, aún no dispone de una aproximación teórica descriptiva de carácter general.

A lo largo de la última década han sido muchos los trabajos que han pretendido analizar los procesos de creación de conocimiento (Nonaka, 1991; Kogut y Zander, 1992; Hedlund, 1994; Nonaka y Takeuchi, 1995; Crossan, Lane y White, 1999; Sánchez, 2001; Bueno, 2002; Zollo y Winter, 2002).

La etapa de transmisión del conocimiento es un proceso en sí mismo. El éxito de dicha transferencia del conocimiento dependerá de las características propias del área que transfiere el conocimiento, como su grado de motivación (Szulanski, 1996) o su fiabilidad (Perloff, 1993), de las características del área receptora, como su motivación (Hayes y Clark, 1985; Katz y Allen, 1982), su capacidad de absorción (Cohen y Levinthal, 1996) y su capacidad de retención del nuevo conocimiento (Glaser et al., 1983; Druckman y Bjork, 1991), de las características del propio conocimiento, como su grado de codificación (Polanyi, 1962; Reed y DeFillipi, 1990; Winter 1987; Kogut y Zander, 1992) de complejidad (Kogut y Zander, 1992) y de dependencia (Winter, 1987) y por último, de las características del contexto que incluye elementos como su habilidad para facilitar la transferencia o las relaciones entre el área fuente y el área receptora (Nonaka, 1994, Hansen, 1998; Kostova, 1999).

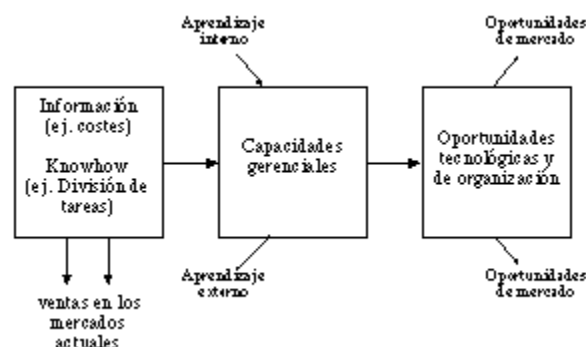
En el trabajo de Kogut y Zander (1992), aunque no se menciona de forma expresa, ya puede apreciarse la relación existente entre las dos perspectivas que se pueden asumir para el análisis del conocimiento. Por una parte, puede observarse una perspectiva estática, de fondos de conocimiento o de “Capital Intelectual”, cuando se determinan los conocimientos (información y saber hacer, según estos autores) que son responsables de las ventas de la empresa en los mercados actuales, y cuando se analiza qué conocimientos pueden constituir oportunidades tecnológicas y organizativas, que deriven en oportunidades de mercado futuras. Por otra parte, puede apreciarse una perspectiva dinámica de análisis, relacionada con la creación de conocimiento o el aprendizaje organizativo, cuando se estudian las capacidades de combinación que tiene la empresa para sintetizar procesos de aprendizaje desde su interior o exterior.

Kogut y Zander (1992) respetan también la llamada dimensión epistemológica del conocimiento (Polanyi, 1966) cuando hablan de información y saber hacer, ya que definen estos términos de manera muy cercana a lo que se conoce por conocimiento explícito y conocimiento tácito, respectivamente. Así mismo, también Hedlund (1994) se adhiere a esta corriente cuando habla de conocimiento tácito y conocimiento articulado.

Modelo de crecimiento de conocimiento de Kogut y Zander (1992)

El modelo propuesto por Kogut y Zander (1992) es un modelo dinámico de crecimiento del conocimiento de la empresa. Para estos autores, los individuos poseen el conocimiento pero además, cooperan en una comunidad social que puede ser un grupo, una organización o una red. Por ello, podemos decir que este modelo, al igual que el anterior, es un modelo de conocimiento organizativo.

Los autores empiezan haciendo un análisis del conocimiento que posee la empresa distinguiendo entre información o conocimiento declarativo (semejante al conocimiento explícito) y “know-how” o conocimiento de proceso (semejante al conocimiento tácito). Esta distinción es el marco básico para poder explorar cómo el conocimiento es re combinado a través del aprendizaje tanto interno (reorganización) como externo (adquisición o joint venture), dando lugar a lo que ellos llaman capacidades combinativas. A través de estas capacidades, la organización genera nuevas aplicaciones a partir del conocimiento existente, que darán lugar a mejores oportunidades tecnológicas y de organización y, consecuentemente, a mejores oportunidades de mercado



Además, se plantean por qué el conocimiento no es fácilmente transferible y destacan como factores influyentes en ese proceso de

transferencia, la codificación y la complejidad del propio conocimiento. La codificación del conocimiento hace referencia a la habilidad de la empresa para estructurar el conocimiento en un conjunto de reglas y relaciones identificables que puedan ser fácilmente comunicables. La complejidad del conocimiento se refiere al número de operaciones requeridas para realizar una tarea o al número de parámetros que definen un sistema.

Si bien el modelo propuesto por Kogut y Zander (1992) es un modelo dinámico, no posee un mecanismo de retroalimentación. No consideran la transferencia como un componente del modelo pero si plantean cuáles son los factores que influyen en la transferencia destacando dos: la codificación y la complejidad

2.1.4. LA ORGANIZACIÓN COMO UN SISTEMA DE APRENDIZAJE

Cabe destacar que Nonaka se interesa especialmente por el estudio de la problemática asociada a la creación de conocimiento organizativo, es preciso matizar que dicho autor imputa a las organizaciones que aprenden, no sólo la capacidad de crear conocimiento, sino también una capacidad de cambio. Esta dualidad se refleja en la definición que adopta en relación al concepto de Organización que Aprende (Nonaka, 1988).

A juicio de Nonaka y Takeuchi, el proceso de creación de conocimiento organizativo se ve más favorecido por determinados estilos de gestión que por otros. En este sentido, proponen un modelo de gestión que consideran el más adecuado para promover la generación de conocimiento en el seno de una organización y, por ende, el Aprendizaje Organizativo que, para los autores aludidos, está vinculado a la creación de conocimiento organizativo. Dicho modelo es denominado por los autores referidos modelo "Integrado"

Posteriormente Schaff-Johnson (1993) identifica la Organización que Aprende con una organización que evoluciona continuamente. Una organización que aprende transforma el flujo de información en un *stock* de conocimiento y, al mismo tiempo, difunde ésta a otros departamentos y estimula la autoorganización sistemática de la información" (Nonaka, 1988).

Además de Schaff-Johnson y Nonaka, otros autores asumen una doble perspectiva al abordar el estudio del Aprendizaje Organizativo (cambio *versus* conocimiento).

Entre éstos destaca Garvin (1993), quien define el concepto de Organización que Aprende como: “Una organización que aprende es una organización hábil en la creación, adquisición y transferencia de conocimiento, y en la modificación de su comportamiento para reflejar nuevo conocimiento y visiones” (Garvin, 1993)

Asimismo, Mayo y Lank (1994) definen el concepto de Organización que Aprende del siguiente modo: “Una Organización que Aprende aprovecha toda la capacidad intelectual, el conocimiento y la experiencia disponible para ella, con el fin de evolucionar continuamente en beneficio de todos sus grupos de interés” (Mayo, A. y Lank, E., 1994:7).

Por su parte, Nevis, DiBella y Gould (1995) definen el concepto de Organización que Aprende como “una organización que aprende eficaz persigue diligentemente una base de conocimiento que aumenta constantemente. Este conocimiento permite el desarrollo de las competencias y el cambio incremental o transformacional” (Nevis, DiBella y Gould, J.M., 1995:74)

En la misma línea, Marquardt (1996) entiende el concepto de Organización que aprende como una organización que sistemáticamente definida, es una organización que aprende poderosa y colectivamente y se transforma continuamente para recoger, gestionar y utilizar mejor el conocimiento para el éxito de la empresa” (Marquardt, 1996)

Los cuatro autores citados (Garvin, 1993; Mayo y Lank, 1994; Nevis, DiBella y Gould, 1995; Marquardt, 1996), se encuadran dentro de las perspectivas del cambio y del conocimiento. Todos ellos coinciden en atribuir a la Organización que Aprende la capacidad de utilizar su base de conocimiento para evolucionar y cambiar. Por lo tanto, de acuerdo a los mismos, el aprendizaje de la organización está tanto asociado al cambio del comportamiento organizativo, como a la creación de una base de conocimiento que lo soporte. Finalmente, procede aclarar que, además de los autores anteriormente referidos, Probst y Büchel (1995) asumen una doble perspectiva en el estudio del Aprendizaje Organizativo.

Efectivamente, estos autores asocian dicho concepto al cambio en el sistema de conocimiento de la organización, así como a la modificación del marco común de referencia asumido por los miembros de la misma. Es decir, el Aprendizaje Organizativo implica un replanteamiento y un cambio profundo del comportamiento de la organización.

Además de los mencionados, otros autores también se interesan por el estudio de la interrelación existente entre condiciones organizativas y Aprendizaje Organizativo. Entre ellos, destaca Landier (1992). Landier trata de esbozar los rasgos de un nuevo modelo de organización, que plantea como alternativa al modelo burocrático tradicional, obsoleto para la nueva realidad a la que se enfrentan las organizaciones.

Los dos ejes principales de la Organización Inteligente de acuerdo a Landier son: la importancia de las personas, como motores del aprendizaje; y la renovación de las estructuras organizativas, que va acompañada de la implantación de tipologías organizativas que favorezcan el desarrollo de una mayor iniciativa por parte de todos los miembros de la organización. Precisamente, este último constituye un aspecto de gran relevancia para Landier, de ahí que profundice en el estudio de formas organizativas que respondan a las exigencias del nuevo modelo de organización demandando por los nuevos tiempos.

A pesar de que la variedad y la complejidad del conocimiento y de sus procesos asociados convierten en imposible la probabilidad de establecer *a priori* una formulación de los aspectos determinantes de la idoneidad de los efectos y consecuencias del aprendizaje, no se debe dejar de tener presente que la eficiencia o ineficiencia con la que una organización aprende no es el fruto de la casualidad. Verdaderamente, los sistemas de aprendizaje no se desarrollan espontáneamente o en el vacío. Emergen en un contexto determinado o están inmersos en la historia de la organización, y su impacto estará adecuado a la situación y condiciones en las que se produce, así como a la forma en que estas condiciones se relacionan entre sí. Es decir, existe un marco establecido, intencionadamente o no, en el que surgen los sistemas de aprendizaje y que condiciona el alcance de su funcionamiento.

Por otra parte, es indudable que la importancia del conocimiento y del aprendizaje para la continuidad de cualquier organización incita a pensar que la conformación y orientación del conocimiento y de los procesos relacionados con él es algo que debe estar bien organizado. De acuerdo con ello, la adecuada ordenación de los sistemas de aprendizaje y su alineación con los objetivos de la organización requiere un esfuerzo materializado en la introducción de criterios para decidir cuál es el conocimiento relevante que la organización debe perseguir, para identificar el que no está disponible en la organización y hacer lo necesario por incorporarlo, y para saber aprovechar el que ya está disponible utilizándolo allí donde sea requerido. El propósito de ese esfuerzo es la creación de

un marco organizativo idóneo para el desarrollo de la capacidad de aprendizaje, e implica la gestión de los factores, elementos o condiciones que facilitan la actualización permanente de los stocks de conocimiento por medio de su renovación, acumulación y utilización, esto es, promoviendo la fluidez del conocimiento dentro de la organización. Profundizaremos en estos aspectos en los apartados subsiguientes, procurando detallar con ello la trascendencia, la complejidad y la naturaleza de la “Gestión del Conocimiento” en la organización.

Toda organización puede ser considerada como un sistema de acciones deliberadas, comprometido con un proceso de transformación y dirigida a la producción de determinados resultados en su entorno de actividad. Desde una perspectiva de la organización como sistema, su efectividad estará condicionada a la idoneidad de sus elecciones estratégicas a largo plazo, a la elección de sus procesos de transformación y a la adecuada coordinación de los mismos (Duncan y Weiss, 1979; Shrivastava, 1983). Estas decisiones adoptadas en la organización están fundamentadas en el conocimiento previo de la relación entre las acciones de la organización y sus resultados, así como en el de las condiciones bajo las que tiene lugar esa relación, de manera que la efectividad de la organización está determinada por la calidad y singularidad de esos conocimientos. De acuerdo con ello, el conjunto de conocimientos que se desarrollan en la organización son un elemento crítico para el despliegue coordinado de sus otros activos y capacidades (Cuervo, 1999), de tal forma que, globalmente, ayuden a la consecución de los objetivos y metas competitivas de la organización. Esencialmente, el conocimiento constituye la principal fuerza de progreso de una organización y el condicionante fundamental de su trayectoria evolutiva (Kogut y Zander, 1992; Nonaka, 1994; Leonard Barton, 1995; Grant, 1996; Spender, 1996; Davenport y Prusak, 1998; Teece, 1998; Montes Peón, Pérez López y Vázquez Ordás, 2002; entre otros). Nos encontramos, por lo tanto, ante un activo esencial que es inherente al éxito de la organización, por lo que el punto de mira a la hora de explicar las diferencias de rendimiento entre organizaciones debe dirigirse hacia el conocimiento.

2.2 “GESTIÓN DEL CONOCIMIENTO”

2.2.1.EL CONCEPTO DE CONOCIMIENTO

Ahora bien, ¿qué podemos entender por conocimiento? Obtener una respuesta absoluta y universal para esta pregunta no es sencillo, si tenemos en cuenta que el conocimiento, en el contexto organizativo, ha sido definido y analizado en incontables ocasiones. El conocimiento podría ser descrito, simplemente, como aquello que los individuos o la organización necesitan para operar de forma eficiente y efectiva. No obstante, esta descripción es notablemente limitada si tenemos en cuenta la riqueza del conocimiento y las muchas formas en que puede ser utilizado. De forma más puntual, el conocimiento es aceptadamente conceptualizado como un conjunto de creencias externamente justificadas, basadas en modelos formales, generales y establecidos acerca de las relaciones causales entre fenómenos y de las condiciones que afectan a esas relaciones (Nonaka, 1994). Equilibrando esta posición, el conocimiento puede ser contemplado como un acto de creación o construcción creativo, no universal y dependiente de la percepción humana de la realidad (Von Krogh, 1998).

El conocimiento también ha sido definido como la capacidad para resolver un determinado conjunto de problemas con una efectividad determinada (Muñoz Seca y Riverola, 1997). Dicha capacidad se fundamenta en una combinación de significados, valores, datos, informaciones¹ o experiencias enmarcadas en un contexto, y por los que se configura un marco para evaluar los problemas, identificar múltiples soluciones, elegir la mejor opción e incorporar nuevas experiencias como resultado del proceso de resolución (Lylesy Schwenk, 1992; Davenport y Prusak, 1998).

Además, para entender lo que significa el conocimiento, no podemos dejar de mencionar la proposición de Polanyi (1962), según la cual “es posible saber mucho más de lo que se puede expresar”. Con esta afirmación, el autor introduce un aspecto fundamental del conocimiento, que es la distinción entre los conocimientos tácitos y explícitos. Esta distinción hace referencia al grado de articulación del conocimiento, si bien ambos tipos de conocimiento son imprescindibles y mutuamente complementarios.

El conocimiento tácito -también denominado implícito- es todo aquel que no puede ser articulado de una forma completa y significativa. Dentro de este tipo de conocimiento se han llegado

incluso a distinguir dos modalidades (Quinn, Anderson y Finkelstein, 1995; Alavi y Leidner, 2001): una primera modalidad técnica, relativa a las habilidades y destrezas individuales y colectivas, aplicables en contextos específicos y difíciles de comunicar, y en segundo lugar, una modalidad cognitiva, consistente en creencias, ideales, valores y, en definitiva, relativa a las actitudes personales.

Por su parte, el conocimiento explícito es un conocimiento consciente, que puede ser expresado o comunicado con precisión por medio del lenguaje u otros símbolos, por lo que se trata de un conocimiento mucho más impersonal, formalizado o sistematizado y que, en consecuencia, es mucho más fácil de transmitir y de almacenar en libros, documentos, bases de datos, etc. (Hedlund, 1994; Nonaka, 1994; Spender, 1996; Teece, 1998). Tanto si el conocimiento es tácito, como si es explícito, su valor será mayor si va acompañado de la experiencia. De hecho, la experiencia es una parte del conocimiento.

Siendo indudable que toda organización necesita poseer o contener un conjunto determinado de conocimientos que la distinga de sus competidores (Cuervo, 1993, 1999; Muñoz Seca y Riverola, 1997), en realidad, saber supone ser capaz de tomar parte en los procesos que hacen del conocimiento algo significativo. Y en un entorno caracterizado por su dinamismo y su complejidad, la relevancia del conocimiento no reside únicamente en su posesión, sino que las habilidades para desarrollarlo, transformarlo y utilizarlo con objeto de alcanzar un estado de ajuste ininterrumpido con ese entorno también resultan esenciales (Grant, 1996, 1997). Estas habilidades no son sino el resultado del aprendizaje que se desarrolla en el seno de la organización y, por ello, el aprendizaje puede y debe ser considerado como una capacidad organizativa crítica para sostener, de forma permanente, la consistencia entre las exigencias del entorno y los activos de conocimiento. Así, el desarrollo del aprendizaje en el sistema organizativo es un requisito para la aceptación e institucionalización del cambio y, consecuentemente, para la idoneidad de las decisiones y las elecciones que se adoptan en la organización con el fin de posicionarse en el mercado.

2.2.2. EVOLUCIÓN DEL CONCEPTO “CONOCIMIENTO”

La real academia española define ‘Conocimiento’ como “Acción y efecto de conocer”, Para la filosofía, el término ‘Conocimiento’ ha ocupado un lugar importante dentro del trabajo de muchos pensadores a través de la historia, tales como Platón, Aristóteles, Santo Tomas de Aquino, René Descartes, Emmanuel Kant, Hegel, Marx, Nietzsche, Martín Heidegger, Jean-Paul Sastre, entre otros. Sin embargo, la definición del término “Conocimiento” está lejos de ser única y precisa.

Para entender la complejidad que afecta a la rama filosófica es necesario estudiar las tendencias asociadas (Ikujiro Nonaka & Hirotaka Takeuchi, “The Knowledge-Creating Company”, Oxford University Press, EEUU, 1995) a dos tipos de ramas pensadoras: los Occidentales y los Orientales, mencionándose al filósofo Johan Hessen (“Teoría del conocimiento”, Editorial Losada, Argentina, 1926) establece que el Conocimiento es la imagen percibida por el sujeto conforme al objeto observado, dado que le es imposible conocer la totalidad del objeto.

En general, la teoría del conocimiento presenta el pensamiento de las diferentes escuelas pensadoras, quienes debaten las bases de certezas (existencia del sujeto, existencia del objeto, totalidad de la capacidad cognitiva, etc.) que definen sus teorías en torno al sujeto, el objeto, el medio y el mensaje.

Desde el punto de vista de las Organizaciones, se puede definir el conocimiento como la información que posee valor para ella (Thomas A. Stewart, “Intellectual Capital: The New Wealth of Organizations”, Doubleday, EEUU, 1999), es decir aquella información que permite generar acciones asociadas a satisfacer las demandas del mercado (Michel E. Porter & Millar V., “Cómo obtener ventajas competitivas por medio de la información”, Harvard, Business Review) y apoyar las nuevas oportunidades a través de la explotación de las competencias centrales de la Organización (C. K. Prahalad & Gary Hamel, “The Core Competence of the Corporation”, Harvard Business Review, Mayo-Junio 1990, EEUU, pág.79-91).

Un punto importante a considerar aquí es el hecho que la Organización por si sola no puede crear conocimiento, sino que son las personas que la componen quienes establecen las nuevas percepciones, pensamientos y experiencias que establecen el conocer de la Organización (Ikujiro Nonaka & Hirotaka Takeuchi,

“The Knowledge-Creating Company”, Oxford University Press, EEUU, 1995).

Una visión desde el proceso nos entregan Niel Fleming y Gloria Ponjuán (Gloria Ponjuán Dante, “Gestión de Información en las organizaciones: Principios, conceptos y aplicaciones”, Impresos Universitaria, Chile, 1998) presentan la visión del conocimiento en torno al proceso de agregación de valor.

Fleming presenta un diagrama que asocia el nivel de independencia del contexto y el nivel de entendimiento en torno a los elementos de la cadena de información: los datos, la información, el conocimiento, la sabiduría y la verdad.

Gloria Ponjuán presenta el enfoque de Valor Agregado establecido por el especialista norteamericano Robert Taylor. Este enfoque “se fundamenta en la transferencia de información como respuesta intensiva a un proceso humano, tanto en las actividades formalizadas a las que llamamos sistemas, como en el uso y usos de la información que son las salidas de estos sistemas.” (Robert S. Taylor, “Value-Added Processes in Information System” New Jersey: Ablex Publishing Corporation, 1986 – 257p.)

Una dimensión Ontológica del conocimiento considera el alcance en torno a la creación del conocimiento. Es decir, el entorno con que el conocimiento se ve involucrado. Esto nos ayudará a entender el impacto potencial de los flujos de conocimiento. Por lo tanto, la generación de conocimiento organizacional debe ser entendida como el proceso que amplifica ‘organizacionalmente’ el conocimiento generado por los individuos y lo cristaliza como parte de la red de conocimientos de la organización.” (Ikujiro Nonaka & Hirotaka Takeuchi, “The Knowledge-Creating Company”, Oxford University Press, EEUU, 1995)

La dimensión Epistemológica del conocimiento es entregada por Ikujiro Nonaka y Hirotaka Takeuchi presentan en su libro “The Knowledge-Creating Company” la teoría de generación de conocimiento organizacional (Ikujiro Nonaka & Hirotaka Takeuchi, “The Knowledge-Creating Company”, Oxford University Press, EEUU, 1995).

Esta teoría se basa en el proceso de comunicación del conocimiento en torno a modos de conversión entre el conocimiento tácito y el explícito. Hoy en día existe una fuerte rama de investigación en torno a la generación y transferencia de conocimiento tácito a través de la Teoría de los Memes (“The Power of Memes”, Susan Blackmore (Psicólogo), Scientific American, Octubre 2000, EEUU, pág. 64-73).

El conocimiento organizacional se define como lo que los integrantes de ella saben en su conjunto (Laurence Prusak, "Knowledge in Organizations", Butterworth-Heinemann, EEUU, 1997). Esta visión establece que son las personas que integran la organización las que son las poseedoras del conocimiento, el cual articula el accionar de la organización y establece las bases para la 'Memoria Organizacional' (Rob Cross & Lloyd Baird, "Technology is not enough: Improving performance by building organizational memory", Sloan Management Review, Spring 2000, EEUU, pág. 69-78).

2.2.3. CONCEPTO DE GESTION DEL CONOCIMIENTO

Tal como vimos en forma previa, todas las personas, organizaciones y mercados son sistemas de aprendizaje en los que la necesidad de conocimiento responde al doble requisito de impulsar la capacidad de adaptación con el entorno y de mejorar la eficiencia en tiempos de cambio. A fin de que tenga lugar este ajuste entre el individuo y su entorno, por medio del aprendizaje, es indispensable tanto la construcción de una realidad por los miembros de la organización, como las relaciones de intercambio que se producen entre ellos. Para lograrlo, el funcionamiento del sistema de aprendizaje de una organización implica la ordenación de una red activa de relaciones externas y una red activa de relaciones internas, de tal manera que los flujos de conocimiento resultantes impulsen la interacción continua entre los conocimientos tácitos y explícitos existentes en la organización, estableciendo y manteniendo unos stocks de conocimiento en los distintos niveles de aprendizaje de la organización (Bontis, 1999). Así pues, el desarrollo de este sistema organizativo de evolución dinámica está basado en la interacción entre los stocks de conocimiento individual, de grupo y organizativos por medio de los flujos de conocimiento que sostienen la tensión que existe entre la exploración y la explotación del conocimiento.

Lo que se conoce como "Gestión del Conocimiento".

Gestionar el conocimiento significa reconocer y gobernar todas aquellas actividades y elementos de apoyo que resultan esenciales para poder atribuir a la organización y a sus integrantes la capacidad de aprender y que, al actuar afectan al funcionamiento eficiente de los sistemas de aprendizaje y, por ende, al valor de la organización en el mercado. Por tanto, constituye una

herramienta fundamental con la que cuentan los directivos de las organizaciones para ordenar racionalmente los sistemas de aprendizaje y para tratar de conseguir el éxito de la organización sobre la base de su conocimiento y de los procesos relacionados con él.

Sin ninguna duda, las iniciativas de “Gestión del Conocimiento” se han convertido en uno de los nuevos paradigmas de gestión y en un tópico de investigación esencial, especialmente en la emergente economía del conocimiento. Así, en este capítulo comenzaremos reconociendo la trascendencia y necesidad de la “Gestión del Conocimiento”, que emerge como herramienta fundamental en el siglo XXI. Seguidamente, distinguiremos la doble faceta, tangible e intangible, estructural y humana, en que se debe concretar dicha gestión con la pretensión de consolidar el sistema de aprendizaje. Cada una de estas facetas aparece fragmentada en los diferentes desarrollos ofrecidos por la literatura del aprendizaje en la organización, entre los que frecuentemente se plantea el debate acerca de si el aprendizaje debe ser estudiado como un proceso de naturaleza técnica y estructural, o si, por el contrario, obedece a un proceso social, cultural y eminentemente humano en el que los agentes de conocimiento son los protagonistas.

2.2.4. OTRAS PUBLICACIONES DE INTERÉS

La teoría del conocimiento (Johan Hessen, 1926): análisis de las diferentes líneas de pensamiento filosóficas dentro del contexto del conocimiento. Bajo este esquema contrasta las diferentes visiones, permitiendo al lector identificarse en una línea de pensamiento que concuerde con un modelo objetivo de conocimiento traducido a la práctica.

The knowledge-creating company (Ikujiro Nonaka & Hirotaka Takeuchi, 1995): presentan el proceso de transformación del conocimiento en los contextos tácitos y explícitos.

Intellectual capital: The new wealth of organizations (Thomas Stewart):

Se presenta un detallado estudio en torno al tema del “Capital Intelectual”, su impacto dentro del contexto de la nueva economía y su rol dentro de las organizaciones. Esta referencia es fundamental

para comprender el amplio espectro de relaciones de este factor organizacional.

La Quinta Disciplina (Peter Senge, 1990):

Un análisis de los procesos de aprendizaje dentro de las organizaciones desde el punto de vista sistémico, la modificación de modelos mentales, las visiones compartidas, la apertura, entre otras.

The Resource-Based Theory of Competitive Advantage (Robert M. Grant):

El autor presenta una visión de la empresa basada en el concepto de recursos y capacidades como fuente de generación de ventajas competitivas basada en un enfoque estratégico de largo plazo con expectativas de pro actividad hacia el mercado.

How to link Strategic Vision to Core Competences (Paul Schoemaker):

El autor presenta una metodología bastante clara de cómo centrar la estrategia en torno a las capacidades centrales, base de la dinámica de la teoría de recursos y capacidades en la cual se fundamenta la “Gestión del Conocimiento”.

Developing a Knowledge Strategy (Michael H. Zack):

El autor presenta el amplio espectro del desarrollo estratégico basado en el conocimiento, describiendo los diferentes factores involucrados para un desarrollo orientado al largo plazo.

2.2.5.EL ALCANCE DE LA GESTION DEL CONOCIMIENTO

Como acabamos de decir, resulta preciso conocer cuáles son los factores, los mecanismos y/o el contexto que hacen posible que los estímulos del entorno den lugar a la aparición de determinados stocks y flujos de conocimiento por los que se conforma el funcionamiento dinámico del sistema de aprendizaje en la organización y que estén integrados con los objetivos de la misma (Van der Spek y Spijkervet, 1997; Rant, 2001). Estos aspectos representan una materia de las actividades de gestión y, concretamente, constituyen lo que se ha dado en llamar la “Gestión del Conocimiento”, que está centrada en la coordinación de los factores que deben ser cultivados con el fin de mejorar los resultados de la organización por medio del perfeccionamiento de

su capacidad de aprendizaje (Davenport, De Long y Beers, 1998; DiBellay Nevis, 1998).

La “Gestión del Conocimiento” ha sido definida como la forma en que las organizaciones construyen, comunican y organizan el conocimiento en torno a sus actividades y dentro de sus culturas, y desarrollan la eficiencia organizativa mejorando la utilización de las habilidades de sus empleados (Pan y Scarbrough, 1999). Representa la “herramienta” de una organización para mantener o mejorar el rendimiento organizativo sobre la base de la gestión de sus stocks y flujos de conocimiento, actuales y potenciales, esto es, para orientar y organizar eficientemente el sistema de aprendizaje de la organización. De acuerdo con esto, cubre todas aquellas actividades de coordinación que, más o menos conscientemente, aseguran un gobierno óptimo de los factores que afectan al buen funcionamiento de los sistemas de aprendizaje, y que facilitan que las demandas y condiciones percibidas del entorno den lugar a la racionalidad de la capacidad de aprendizaje.

Gestionar el conocimiento equivale a intervenir sobre los conocimientos y experiencias de aprendizaje inmersos en el sistema de aprendizaje, moderando la relación entre éstos y el rendimiento, e incrementando la probabilidad de que esos conocimientos y sus procesos relacionados conduzcan a la obtención de resultados superiores (Vera y Crossan, 2000; Handzic, 2001). Constituye un requisito para la creación de valor por medio de los activos de conocimiento de una organización y favorece su generación, conservación, distribución y utilización en la práctica integral diaria de la organización, de tal forma que ésta actúe tan inteligentemente como sea posible para asegurar su viabilidad y su éxito global (Smith y Saint-Onge, 1996; Wiig, 1997c; Liebowitz y Beckman, 1998; Saint-Onge, 1998; Liebowitz, 1999; Bueno Campos, 2000). Por lo tanto, la “Gestión del Conocimiento” está muy vinculada al aprendizaje en las organizaciones³⁵ e insistimos en afirmar que, a partir de las percepciones del entorno organizativo, una “Gestión del Conocimiento” apropiada constituye una condición para explicar la aparición y funcionamiento idóneo de los sistemas de aprendizaje (Van der Speky Spijkervet, 1997; Moreno Luzón et al., 2001).

Ahora bien, aún cuando no parece que exista ninguna duda sobre la necesidad de gestionar el conocimiento en la organización, si resulta preciso señalar que la complejidad y singularidades asociadas al funcionamiento de los sistemas de aprendizaje

(Shrivastava, 1983), inmediatamente plantean el problema de considerar hasta qué punto se puede ser exhaustivo o exacto en la identificación de estos factores de gestión y sus áreas de actuación. No pocas veces la literatura sobre el aprendizaje en la organización (Senge, 1990; Pedler, Burgoyne y Boydell, 1991; McGuill, Slocum y Lei, 1992; Garvin, 1993; entre otros) ha centrado sus esfuerzos en el desarrollo de un modelo singular y normativo que permita dilucidar la forma diseñar una *organización que aprende*, buscando la habilidad para desarrollar un aprendizaje continuo³⁶. Y lo que es más, todavía se están dando los primeros pasos hacia la contrastación empírica de estas apreciaciones y su integración en una teoría de la organización basada en el conocimiento³⁷ (Castaneda, 2000). No obstante, como ya hemos vislumbrado en el capítulo anterior, los sistemas de aprendizaje no se desarrollan ni se organizan de una única forma y algunos autores (Nevis et al., 1995; Dibella et al., 1996^a; Gnyawalli y Stewart, 1999; entre otros) consideran más lógico suponer que la forma en que las organizaciones construyen, desarrollan y organizan su sistema de aprendizaje, a fin de garantizar su funcionamiento eficiente, no responde a un modelo normalizado único, sino que existen variaciones de estilo, a veces dentro del propio sistema, basadas en diferentes aspectos del conocimiento y del aprendizaje que los agentes del conocimiento pueden no ver. Podría ser más conveniente hablar de la existencia de diferentes composiciones u opciones de lo que debe ser la conformación y gestión de los sistemas de aprendizaje, en vez de hablar de modelos prescriptivos para el desarrollo de los mismos (Nevis et al., 1995). Por todo ello, el análisis y apreciación de estos factores que actúan como catalizadores del desarrollo del potencial de aprendizaje resulta extremadamente complejo, supuesto que dichos factores deberían ser analizados con relación a cada una de esas versiones particulares para organizar el aprendizaje. Pese a todo, a continuación comprobaremos de forma concisa dónde o en qué residen las posibilidades de conformación y desarrollo de los sistemas de aprendizaje organizativos identificados por la literatura, considerando las dimensiones sobre las que, con carácter general, se define la variedad y la complejidad de esos sistemas.

Castaneda (2000) lleva a cabo una investigación enfocada sobre la transmisión de conocimiento y, concretamente, sobre la investigación empírica realizada en este campo entre los años 1995 y 2000. Sus valoraciones ponen de manifiesto la existencia de distintos factores que facilitan o impiden la transmisión de

conocimientos dentro de la organización, que clasifica en cuatro grandes categorías: cognitivos, sociales, físicos y organizativos. No obstante, es evidente que se trata de una corriente de investigación incipiente, que todavía carece de resultados acumulativos, debido a la variedad de antecedentes de investigación (incluyendo las raíces del aprendizaje en la organización) y a la novedad de la visión de la organización basada en el conocimiento.

2.2.6. ORIENTACIONES EN LA GESTIÓN DEL CONOCIMIENTO

Como bien señala Shrivastava (1983), la gestión de los procesos de acumulación, transmisión y transformación del conocimiento dentro de los sistemas de aprendizaje de las organizaciones exige la consideración de una gran variedad de esquemas, circunstancias y antecedentes formales, informales e históricos. Esta complejidad o multiplicidad de factores provoca el que los sistemas de aprendizaje puedan variar ampliamente en su grado de sistematización, formalización, sofisticación, así como en su importancia sobre los procesos de decisión de la organización. Además, es perfectamente posible que se produzcan cambios a lo largo del tiempo (Van der Krogt, 1998).

De este modo, en algunos sistemas de aprendizaje, la “Gestión del Conocimiento” está inmersa en sistemas formalizados de gestión y administración de información, mientras que en otros, dicha gestión constituye una forma no sistemática e informal de enfocar los problemas de la organización y de compartirlos con los demás miembros. Por otra parte, los sistemas de aprendizaje en la organización a menudo se encuentran sumergidos en las prácticas de la misma, de tal forma que sus participantes no tienen conocimiento de esos sistemas y de la forma en la que se gestionan, por la sencilla razón de que pueden no haber sido nunca verbalizados o formalizados. De hecho, la “Gestión del Conocimiento” no es una actividad nueva sino que, de alguna manera, ha existido siempre en las organizaciones.

Un punto de partida elemental para avanzar en el análisis de la “Gestión del Conocimiento” es el de intentar identificar cuáles son los condicionantes latentes del posicionamiento que adoptan las organizaciones para establecer la “Gestión del Conocimiento”, siempre en conformidad con las características de su entorno y las peculiaridades de la propia organización. Es decir, es preciso localizar las dimensiones de la organización cuya consideración

implica la “Gestión del Conocimiento” y sobre las que, de alguna manera, ésta se configura. En este sentido, podemos encontrar en la literatura diversas proposiciones a la hora de establecer y comparar los diferentes marcos de desarrollo de la capacidad de aprendizaje o, dicho de otro modo, para valorar las diferentes orientaciones de la “Gestión del Conocimiento” y las condiciones que lo determinan.

2.2. EL APRENDIZAJE DEL MERCADO

2.3.1. EL CONCEPTO DE APRENDIZAJE

Como ya ocurriera con el concepto de conocimiento, no existe una única explicación ni de lo que es el aprendizaje ni de cómo se desarrolla dentro del mercado. La mayor parte de los estudios e investigaciones enfocados hacia esta cuestión definen el aprendizaje por sus efectos, reconociendo que es una condición para el cambio sostenido en el estado del conocimiento de un o un grupo de individuos.

Se trata, ciertamente, de una concepción que engloba los componentes cognitivos y de comportamiento vinculados al conocimiento (Argyris y Schön, 1978; Duncan y Weiss, 1979; Fiol y Lyles, 1985; Garvin, 1993; Senge, 1990; Walsh y Ungson, 1991; Crossan, Lane y White, 1999; Rant, 2001; entre otros), según la cual el aprendizaje representa la transformación tanto del modo de pensar las cosas (aspectos cognitivo del conocimiento), como del modo de hacer las cosas (aspecto relacionado con el comportamiento). Consecuentemente, el resultado inmediato debe ser un conocimiento nuevo o mejorado, siendo el punto central del aprendizaje establecer una experimentación reactiva basada en la prueba y el error y, al mismo tiempo, hacer posible una resolución de problemas en forma anticipada.

En efecto, por medio del aprendizaje en todos los actores de un mercado, se alcanza un estado de ajuste con las condiciones del entorno, bien sea como resultado de los procesos de feedback o evaluación de la información sobre los errores de evaluación pasados o gracias a la respuesta aportada a las acciones e iniciativas de los inversionistas. Consiguientemente, el aprendizaje puede ser concebido como un proceso dinámico, tanto de adaptación como de manipulación de las demandas y ofertas, en el que el conocimiento es el resultado de ese aprendizaje de tal forma que el saber invertir de un individuo o grupos de individuos emana de su capacidad para el aprendizaje.

De todo ello inmediatamente se deduce que todos los actores de cualquier mercado deben comprometer una parte de sus recursos en el aprendizaje como parte de su desarrollo (Nevis et al., 1995). Aquellos inversionistas que sean incapaces de hacer del aprendizaje una cualidad esencial, sencillamente, tienden a desaparecer. De este modo, lo lógico es considerar que el aprendizaje constituye un comportamiento sistemático (Duncan y Weiss, 1979). Algo que forma parte de la definición de los mercados financieros como sistemas vivos (Nicolini y Meznar, 1995; Alle, 1997). A decir verdad, el aprendizaje puede ser contemplado como una cualidad intrínseca de cualquier sistema, así como el principal conductor de otras capacidades que finalmente condicionan la transparencia del mercado. Cuanto mayor sea la capacidad de aprendizaje del sistema, mayor será la probabilidad de alcanzar y mantener la competitividad y el éxito en un entorno cambiante.

Tal como sucede con las organizaciones, es posible contemplar a los mercados como sistemas de aprendizaje dotados de una cartera o estructura de conocimientos que evoluciona constantemente por medio del mismo aprendizaje, como respuesta a las transformaciones del entorno que se producen en cada situación concreta. Así pues, es perfectamente posible atribuir al conocimiento las propiedades de un objeto estático que se puede almacenar, manipular, organizar, recuperar e incluso, medir en cierto grado (Alle, 1997; Zack, 1999) y, al mismo tiempo, el conocimiento es un concepto dinámico que debe ser preferentemente descrito como “el proceso de conocer” (Polyani, 1962) y, por ende, de actuar (Nonaka, 1999). Concretamente, el conocimiento es el objeto inicial y resultante de los procesos de aprendizaje, por lo que el vínculo existente entre el conocimiento y la acción es posible gracias al aprendizaje (Bontis, 1999).

En conformidad, para describir el funcionamiento de los sistemas de aprendizaje es conveniente considerar la diferenciación explícita de los aspectos estáticos y dinámicos que subyacen al sistema. Para representar de forma simbólica esta disociación entre las características estáticas y dinámicas del conocimiento y del aprendizaje ha sido frecuente la utilización de dos conceptos fundamentales (Vera y Crossan, 2000): los stocks y los flujos de conocimiento.

Siguiendo con nuestra interpolación desde la organización al mercado global de cualquier instrumento financiero o producto, no son pocos los autores (Hedlund y Nonaka, 1993; Appleyard, 1996; Decarolis y Deeds, 1999; Sánchez y Heene, 1997; Stewart, 1997; Nieto Antolín, 2001; entre otros) que han advertido que los sistemas de aprendizaje son el resultado de la interacción dinámica entre dos dimensiones fundamentales: los stocks y los flujos de conocimiento, proponiendo que el conocimiento evoluciona por medio de la interacción compleja de numerosos flujos de información, los cuales elaboran, sostienen o contradicen los actuales stocks de conocimiento que forman parte del mercado.

La existencia de un stock de conocimientos se refiere a la presencia de una estructura de conocimientos (Lyles y Schwenk, 1992; Walsh, 1995) pertenecientes al mercado y a sus agentes de conocimiento particulares. Para optimizar los activos de conocimiento de forma efectiva, no basta con reconocer el valor potencial de los stocks de conocimiento presentes, sino también los procesos por los que el conocimiento fluye dentro de los límites de la economía. Así pues, los stocks de conocimiento constituyen la materia prima del sistema de aprendizaje del mercado cuando éste activa los flujos de conocimiento generadores de utilidades potenciales, que, en sincronización conjunta, hacen posible los procesos de transmisión y transformación por los que se desarrollan los activos de conocimiento (Wikström y Normann, 1994). Estos flujos de conocimiento son representativos del aprendizaje y, por lo tanto, incorporan cambios tanto cognitivos como de comportamiento y proporcionan el medio para entender cómo el stock de conocimientos del sistema evoluciona a lo largo del tiempo, aumentando su variedad o su adaptabilidad (Von Krogh y Vicari, 1993).

Ahora bien, una vez que conocemos los pilares básicos que afianzan la capacidad de aprendizaje del mercado, resulta fundamental adentrarse en un análisis más profundo de los aspectos que configuran su desarrollo. Visto que la capacidad de aprendizaje no es sino una exigencia para adaptarse o anticiparse a las transformaciones del entorno, desde nuestro punto de vista, para profundizar en la comprensión de su desarrollo, un paso ineludible es el de entender el alcance de la dependencia entre el sistema de aprendizaje y el entorno, y el de profundizar en la dinámica interna de su funcionamiento que, en función de esa dependencia, configura el desarrollo de la capacidad de aprendizaje. Esta

observación nos conduce a plantear, a continuación, la relación que existe entre el entorno, los stocks de conocimiento contenidos en el interior del sistema y los flujos de aprendizaje que hacen posible su evolución constante.

2.3.2.EL APRENDIZAJE INDIVIDUAL

Los stocks de conocimiento individuales se componen de las perspectivas o imágenes mentales de cada persona sobre cómo funciona el mercado. Los individuos limitan sus formas de pensar y de actuar a esas imágenes, puesto que actúan como filtros a la hora de absorber nuevas experiencias, que son asimiladas y transformadas conforme a las experiencias pasadas (Senge, 1990). De acuerdo con ello, las percepciones actuales determinan el desarrollo de las nuevas percepciones del mundo, llegando a limitar la comprensión de la realidad que circunda al individuo y, en definitiva, a condicionar su actuación. Más aún, se pueden diferenciar dos aspectos en los conocimientos que integran estos stocks o percepciones mentales: una parte implicada en el aprendizaje operativo (saber cómo se hacen las cosas), que se refiere al conocimiento de los procedimientos operativos que conforman la realización de una determinada tarea y recogen, en forma de rutinas, reglas o secuencias el modo de proceder hasta completarla. Y, por otra parte, el aprendizaje conceptual (saber por qué funciona), que representa el conocimiento de los principios que hacen que determinados procedimientos funcionen, y que permite una comprensión racional de dicho funcionamiento y de las relaciones e interacciones subyacentes al mismo. En realidad, ambos aspectos no son más que las modalidades técnica y cognitiva diferenciadas en los conocimientos tácitos, y a los que se incorporan los conocimientos explícitos.

Es algo aceptado que el aprendizaje individual se produce por medio de los procesos de generación y resolución de problemas (Jaikumar y Bohn, 1986; Hayes, Wheelwright y Clark, 1988; Nonaka, 1990; Pérez López, 1991; Muñoz Seca y Riverola, 1997; Moreno-Luzón, 2001). Un problema puede definirse como una situación contingente en la que se percibe una diferencia entre lo que es y lo que debería ser (Revilla, 1996). Para aprender, el individuo debe reconocer esa situación contingente y estar determinado a superar las dificultades que implica. Así pues, la generación de un problema se produce con la intuición de una falta

de adaptación entre la acción del individuo y la respuesta que recibe del entorno en el que actúa. Esta situación obedece a la falta de constatación en la realidad de las expectativas que se ha creado el individuo, lo que provoca el cuestionamiento de las formas tradicionales de actuar, e induce al planteamiento de nuevas actuaciones que originan los problemas como consecuencia de su implantación. La resolución del problema es el proceso encargado de utilizar el stock de conocimientos del individuo con el fin de eliminar esa situación percibida como desagradable, con lo cual, se produce un cambio en esos conocimientos y se genera aprendizaje, esto es, una modificación de la percepción de la realidad de la persona. Pero además hay que tener en cuenta que las ideas de mejora dependen directamente del volumen de stocks de conocimientos del individuo y que éste se refuerza por medio de un mecanismo de realimentación del proceso de aprendizaje. Conforme a ello, la resolución de problemas propicia la aparición de nuevos conocimientos que, al pasar a engrosar la estructura de stocks inicial, modifican las reglas de decisión de los individuos. Por lo tanto, el resultado del aprendizaje es doble, de tal forma que, por un lado, se aumenta la capacidad de aprendizaje del individuo al modificar su stock de conocimientos y, por otro, se ofrece una solución al problema. Dado que el entorno está en continuo cambio, los individuos deben adaptar constantemente sus conocimientos y aplicar sus competencias a la resolución de problemas.

Por lo tanto, y en definitiva, al hablar de conocimientos individuales nos estamos refiriendo a las capacidades y motivaciones individuales que son necesarias para hacer una valoración financiera. Muy a menudo, se trata de conocimientos tácitos no transferibles, o en forma de las habilidades necesarias para un contexto profesional concreto, de manera que las personas no son conscientes del conocimiento que están aplicando. Es decir, los individuos únicamente son conscientes de sus conocimientos explícitos, pero no necesariamente de sus conocimientos tácitos, lo que dificulta su revelación a los demás niveles. Aún así, los individuos son el mejor medio para adquirir, almacenar y transformar de forma efectiva el conocimiento tácito, puesto que pueden aplicar esos conocimientos tácitos sin necesidad de convertirlos en conocimientos explícitos.

De igual modo, no todos los conocimientos almacenados por un individuo son relevantes. Únicamente los son aquellos que le proporcionan seguridad y potencialidad de utilidades, así como la capacidad para aumentar sus portafolios por medio de ese

conocimiento de mercado, incluso, rompiendo con los puntos de vista tradicionales de inversión.

Para una Sociedad de Inversiones, la conformación de una cartera rutinaria, carente de nuevos instrumentos, aún cuando es aceptada, no genera ni constituye una fuente de utilidades sobre normales de interés para esa Sociedad. Esto no quiere decir que haya analistas que carezcan de talento por esta causa, sino que no ha fomentado el aspecto crítico y fundamental del conocimiento individual, tácito o explícito, lo que es un proceso clave en su aplicación a la generación y resolución de problemas en el proceso de inversión permanente.

Concretamente, dentro del sistema de aprendizaje de mercado, el stock de conocimientos desarrollado será tanto mayor cuanto mayor sea el número de actores inversionistas que puedan acceder a la mayor cantidad de información. Así pues, el aprendizaje individual constituye una fuente potencial insustituible de experimentación y renovación para todos, que afectará a los conocimientos colectivos que son los que fijarán finalmente los precios de equilibrio a través de la demanda y la oferta.

Esta realidad convierte a los inversionistas y analistas de mercado en el activo más importante de ese mismo mercado. Sus habilidades, ideas y motivaciones se convierten en recursos con posibilidades infinitas cuyo valor es difícilmente reemplazable. No obstante, si bien el conocimiento individual es una parte primordial del conocimiento de todo el sistema, constituye un conocimiento sobre el que siempre existe el riesgo de pérdida, pues su disfrute y rendimiento está supeditada a la presencia de esos mismos actores de mercado, de tal forma que la pérdida de los mismos supondría la pérdida de sus conocimientos.

Igualmente, el interés por obtener utilidades sobre normales implica que los individuos no estén motivados para compartir sus conocimientos. Por lo menos hasta el instante en que intervienen en el mercado, donde son sus conocimiento los que emiten señales de precios que empiezan a guiar a nuevos inversionistas. Antes de eso y en ese mismo proceso es perfectamente posible que el conocimiento se deteriore durante el proceso de comunicación de forma que, especialmente aquellos inversionistas menos informados o preparados perciban información poco fiable y poco exacta, por lo que siempre deben tener en cuenta que no deben confiar únicamente en otros inversionistas como principales agentes del conocimiento de mercado.

Existe una gran diferencia entre lo que los individuos van a hacer (movimientos de mercado), lo que dicen que quieren hacer

(señales equívocas) y lo que necesitan que otros hagan (para mejorar sus propias utilidades), y la relación entre todo esto es lo que acrecienta el aprendizaje individual de cada nuevo inversionista o de los antiguos.

2.3.3.EL APRENDIZAJE COLECTIVO

Stewart (1997) considera que la relación entre el aprendizaje y el conocimiento humano compromete a los grupos organizativos en un grado mucho mayor de lo que compromete a los individuos. De hecho, algunos teóricos defienden que el conocimiento existe en el nivel de grupo y con carácter colectivo como una alternativa a las limitaciones del conocimiento en el nivel individual (Hedlund, 1994; Walsh, 1995; Anand, Manz y Glick, 1998; Bontis, 1999; Bechtold, 2000), ya que existen problemas que requieren una resolución en grupo, es decir, que necesitan la integración de conocimientos individuales.

Los grupos en este caso generalmente están integrados por un conjunto de analistas de mercado profesionales expuestos a la información de mercado, a la persecución de la determinación de precios de equilibrio y que, en consecuencia, acumulan por sí mismos unos conocimientos propios, asociados a su contexto muy poderosos a la hora de decidir las inversiones y creación de portafolios.

Normalmente, los analistas trabajan en forma individual o pertenecen a una institución financiera o de inversiones, cada uno de los cuáles puede poseer diferentes conocimientos que, a menudo, se superponen en el mercado. Anand et al. (1998) desarrollan un modelo de conocimientos de cada grupo que en este caso aplicaremos específicamente a grupos de analistas, segregando los stocks de conocimiento sostenidos por este en dos elementos: 1) los directorios de conocimiento sostenidos por los miembros del grupo y que les permiten identificar, localizar y recuperar la información sostenida por otros individuos externos al grupo; 2) la información y conocimientos sostenidos por los miembros del grupo en su memoria individual que, con un mayor o menor grado de dependencia entre sí, es lo que verdaderamente constituye el stock de conocimientos del grupo.

Pero en realidad, la existencia de un stock de conocimientos colectivo no implica un mero conjunto de conocimientos individuales, sino que exige algo más que la recolección de

opiniones de los individuos. Como sabemos, en el mercado financiero tal como en otras instancias, el conocimiento en general necesita ser revelado, compartido y legitimizado hasta llegar a formar parte del conocimiento colectivo mediante su absorción y asimilación por los integrantes del mismo. La efectividad con que tiene lugar este proceso, sin distorsión de la información, depende de si los miembros del grupo se desenvuelven en el medio apropiado para obtener y publicitar esos conocimientos y de si cuentan con información formal o informal fidedigna. A este respecto, Probst y Büchel (1997), citando a Klimecki, Probst y Eberl (1994), sostienen que la acumulación de un stock de conocimientos por los individuos, los grupos o del mercado (que sería nuestra organización en este caso) requiere la confluencia de al menos tres condiciones:

- 1) La comunicación, necesaria para alcanzar una percepción común de la realidad y de las acciones que la realidad sugiere.
- 2) La transparencia, puesto que los procesos y resultados de la comunicación deben resultar accesibles y claros para todos los actores del mercado; y
- 3) La integración de los conocimientos en el sistema social, de tal forma que todos los conocimientos sean accesibles a todos los niveles del sistema.

Senge (1990) considera que para que tenga lugar el aprendizaje en el nivel de grupo es necesaria una alineación de los distintos procesos de aprendizaje individuales. Los miembros del grupo deben establecer unas relaciones por medio del lenguaje y el pensamiento a fin de coordinar en este caso, precios de mercado razonables, de hecho, también existiría una especie de diálogo (Isaacs, 1993) en los movimientos del mercado que es un aspecto clave de este proceso integrador y fijador del equilibrio.

Es más, cuando el aprendizaje tiene lugar en un contexto social, la propia dinámica del mercado y las experiencias compartidas originan unos conocimientos, muchas veces de carácter tácito, que son compartidos colectivamente y que se encuentra integrados en sus relaciones sociales. Se genera así una “*memoria de grupo*” (Weick y Roberts, 1993), “*esquemas de decisión sociales*” (Argote, 1999) o stocks de conocimiento colectivos, que están inmersos en un modelo de cuidadas interrelaciones entre los integrantes y las acciones de un sistema social de individuos, y que reflejan su habilidad para colaborar en la fijación efectiva de los verdaderos o fidedignos precios de mercado. Estos stocks colectivos representan

las reglas y procedimientos que convierten las preferencias individuales en un fruto del grupo, y su aceptación o validación es facilitada por el juego de la oferta y demanda a través de la interconexión entre los miembros de un determinado mercado. Pueden ser explícitos o implícitos, y se convierten en los mecanismos de coordinación y esquemas de decisión que caracterizan las actuaciones y los procesos de decisión que los grupos utilizan (Walsh, 1995; Thomas, Gioiay Ketchen, 1997), de tal forma que el abandono del grupo por uno de sus participantes no deteriora el conocimiento colectivo.

Algunos fundamentos teóricos, e incluso empíricos, a estos razonamientos podemos encontrarlos en los trabajos de investigadores del sistema de aprendizaje de las organizaciones como Casey (1997), Walsh (1995), Spender (1996) o Boisot (2002), quienes entre otros, quienes se suman al reconocimiento de la existencia de conocimientos en el nivel de grupo, después de comprobar su frecuente consideración en la literatura sobre la cognición organizativa.

La cantidad y la profundidad de los mercados y, por ende, el aprendizaje colectivo en este nivel, están determinadas por el grado y la forma en que los miembros participantes (analistas individuales o colectivos) se transmiten sus conocimientos individuales y por el grado en que estas fuentes de conocimiento intervienen en el mercado a través de movimientos de oferta y demanda. Desde este punto de vista y siguiendo con nuestra interpolación de los estudios organizativos hacia e funcionamiento de los mercados (especialmente financieros en este caso), de acuerdo con algunos de las proposiciones de Bontis (1999), aspectos como la incorporación al mercado de analistas e inversionistas bien preparados para guiar las inversiones financieras, el entendimiento común de las señales que emanan de los precios, la capacidad para interpretar las noticias del mercado o para tomar decisiones que afecten al mercado en un aspecto global, son algunos de los factores determinantes de los volúmenes y calidad del mercado y de la información que este maneja. En cualquier caso, tal como ya se mencionó, los grupos de analistas e inversionistas constituyen el vínculo de unión entre el stock de conocimientos individuales y el conocimiento global del mercado, y son un elemento fundamental en la inmensa mayoría de las decisiones de inversión.

A modo de resumen podemos señalar que todo mercado (en este caso financiero accionario) es un sistema que aprende en la medida

en que percibe las transformaciones del entorno (actuales o potenciales) y reduce la incertidumbre que pueda originarse en sus fuentes de información. La capacidad de aprendizaje del mercado depende de los stocks de conocimiento existentes y de la forma en que estos stocks evolucionan por medio de una compleja dinámica de flujos y regulaciones legales que hacen posible su generación, su absorción, su difusión y su utilización. Estos stocks y flujos de conocimiento deben relacionarse y reforzarse mutuamente en un ciclo continuo que ocurre a través de los tres niveles de aprendizaje reconocibles en una organización: el inversionista individual, la organización de inversiones y el mercado. El vínculo existente entre los tres niveles configura la forma en que los conocimientos fluyen entre todos ellos, haciendo posible tanto la exploración de los mismos, los cuales son posteriormente absorbidos por los diferentes niveles del sistema.

La fuerte interrelación que existe entre los tres niveles de conocimiento y los flujos de éste requieren de una correcta regulación que limite el uso de información privilegiada, pues los fallos en la ejecución de esta “dinámica de aprendizaje” se traducen en pérdidas para la Sociedad como un todo, debido al deterioro, desconfianza y falta de eficiencia en la estructura de los mercados financieros.

2.4. EL PROBLEMA DE LA MEDICION DE INTANGIBLES

En la década de los '90, el profesor Baruch Lev (profesor de contabilidad y finanzas de la New York University, Leonard Stern School of Business) expone en su libro “Intangibles: Administración, medición y reporte” un estudio sobre las grandes compañías que cotizan en la Bolsa de USA. Se comprueba en ese estudio que un dólar de inversión en el mercado bursátil se valoraba como un dólar, mientras que uno de inversión de la industria tecnológica significaba un valor de 10 dólares en la Bolsa.

Las consecuencias de una información deficiente son, en palabras de Lev, “ganancias anormales de los inversionistas informados, a costa de otros inversionistas que no disfrutaban de esa información, con lo cual se deteriora la confianza de los inversores en la Bolsa”; en consecuencia, dejará de invertir, la Bolsa se hundirá, las empresas no podrán financiarse.

Según Lev, en las décadas pasadas, ha habido un cambio drástico, una transformación en lo que los economistas denominan la función de producción de las empresas.

Los activos intangibles están sustituyendo rápidamente a los activos físicos. Al mismo tiempo, ha habido un total estancamiento de nuestros sistemas de medición e informes. Estamos usando un sistema anticuado para tomar decisiones en un contexto de negocios complejo. Por ejemplo, observando el índice de las 500 empresas de Standard & Poor, compuesto por 500 de las mayores empresas de los EE.UU., muchas de las cuales no son del sector de alta tecnología, se aprecia que la relación entre el valor libros y la capitalización de mercado de esas compañías, es decir, la razón entre el valor de mercado de esas compañías y el valor activo neto de la empresa, está hablando de una enorme diferencia entre el valor tal como es percibido por aquellos que lo pagan día a día y el valor tal como la compañía lo mide.

Según el profesor Lev, los activos intangibles pueden dividirse en cuatro categorías:

- 1) Esfuerzos en investigación y desarrollo.
- 2) Marca(s) propiedad de la empresa.
- 3) Estructuras tales como la manera “única” de conducir el negocio (organización, políticas, uso de la tecnología) que hace la diferencia y permite ser el mejor.
- 4) Franquicias o inversiones con costos hundidos sustanciales que actúan como barreras a la entrada de otros al negocio.

2.5. ESTUDIOS PREVIOS EN EL ÁMBITO INTERNACIONAL

En una encuesta realizada hace cuatro años (Price Waterhouse “Estudio sobre la situación actual y las perspectivas de la “Gestión del Conocimiento” y del “Capital Intelectual”, España 2001”) de percepción del entorno económico y empresarial español, se obtuvo que el 94% de las respuestas confirmaban la afirmación de muchos organismos internacionales de que la economía está sufriendo una transformación hacia una economía del conocimiento.

La afirmación anterior se basa en la percepción de las empresas de que el conocimiento es cada vez más un factor que contribuye a mejorar la productividad y la competitividad de las organizaciones y, por tanto, se convierte en un elemento estratégico, así como en un factor diferencial en la oferta de productos y servicios. En última instancia, supone la transformación de la economía a todos los niveles.

Los principales elementos conductores de la transformación, antes mencionada, son la globalización, los cambios en la demanda, el

desarrollo de las tecnologías de la información y la comunicación y los avances científicos.

La transformación hacia una economía del conocimiento se concreta a través de la mayor producción, uso y difusión del conocimiento; de mayores competencias de las personas, de la difusión de Internet, y de una mayor inversión en investigación y desarrollo, en telecomunicaciones y en informática.

Ante las transformaciones en el entorno económico, la empresa responde mediante la tecnología, la innovación y la formación.

Las entidades consultadas sostienen la necesidad de medir la economía del conocimiento dado que los actuales indicadores no reflejan correctamente las transformaciones que se están produciendo. Por este motivo, los actuales sistemas de medición deberían adoptar los cambios necesarios para reflejar correctamente la actual realidad económica y empresarial.

En los últimos años, los investigadores del área de “Gestión del Conocimiento”, han realizado un gran esfuerzo por entregar herramientas que permitan la medición y valorización de los activos intangibles de las empresas. A continuación se entrega un breve resumen obtenido de la literatura de los principales modelos de medición de “Capital Intelectual”.

2.6. MODELOS DE MEDICIÓN DEL “CAPITAL INTELECTUAL”

1) LA “Q DE TOBIN”

Uno de los primeros enfoques para medir el “Capital Intelectual” fue emplear la “Q de Tobin”, técnica desarrollada en 1981 por James Tobin, investigador de la Universidad de Yale y Premio Nobel.

La “Q de Tobin” mide la relación entre el valor de mercado y el valor de reposición de los activos de la empresa. En particular, se obtiene de la división entre el valor de mercado de los pasivos más el patrimonio y el valor de reposición de los activos de la empresa. El valor obtenido es denominado como Q.

El valor de Q puede ser inferior, igual o superior a 1. En caso de que este indicador resulte inferior a 1 indica que el mercado está dispuesto a pagar menor por los activos que su valor de reposición, es decir, no valora el “Capital Intelectual” de la empresa.

Si este valor es igual a 1, significa que el mercado se encuentra dispuesto a pagar sólo el valor de reposición de los activos de la empresa, no valorando el “Capital Intelectual”. En el caso que el

indicador sea superior a 1 implica que el mercado se encuentra dispuesto a pagar un valor mayor que el costo de reposición por los activos de la empresa y esa diferencia que se encuentra dispuesto a pagar, representa el “Capital Intelectual”.

En resumen, este indicador mide la diferencia entre el valor contable y el de mercado de la empresa y ésta es interpretada como el “Capital Intelectual”, sin embargo, a veces esto es cuestionable por cuando una Q inferior a 1 podría deberse a que si bien la compañía tiene un alto valor de “Capital Intelectual”, el valor de su acción y de sus deudas a mercado es menor que el valor de sus activos debido a situaciones ajenas a la administración como poca profundidad y liquidez de la acción en el mercado. Por otra parte, es difícil obtener el valor de reposición de todos los activos de una compañía, por lo que en ocasiones es imposible calcular dicho indicador.

2) NAVIGATOR DE SKANDIA (EDVINSSON, 1992-1996)

La principal línea de argumentación de Leif Edvinsson es la diferencia entre los valores de la empresa en libros y los de mercado. Esta diferencia se debe a un conjunto de activos intangibles, que no quedan reflejados en la contabilidad tradicional, pero que el mercado reconoce como futuros flujos de caja. Para poder gestionar estos valores, es necesario hacerlos visibles.

El enfoque de Skandia parte de que el valor de mercado de la empresa está integrado por el Capital Financiero y el “Capital Intelectual”.

3) TECHNOLOGY BROKER (BROOKING, 1996)

Annie Brooking (1996) parte del mismo concepto que el modelo de Skandia: el valor de mercado de las empresas es la suma de los activos tangibles y el “Capital Intelectual”.

El modelo no llega a la definición de indicadores cuantitativos, sino que se basa en la revisión de un listado de cuestiones cualitativas. Brooking (1996) insiste en la necesidad del desarrollo de una metodología para auditar la información relacionada con el “Capital Intelectual”. Los activos intangibles se clasifican en cuatro categorías, que constituyen el “Capital Intelectual”.

4) UNIVERSIDAD DE WEST ONTARIO (BONTIS, 1996)

Estudia las relaciones de causa-efecto entre los distintos elementos del “Capital Intelectual” y entre éste y los resultados empresariales. Su gran aportación es la constatación de que el bloque de Capital Humano es el factor explicativo

5) CANADIAN IMPERIAL BANK (HUBERT SAINT - HONGE)

Hubert Saint-Honge ha sido el responsable de la implantación del modelo de medición de “Capital Intelectual” en el “Canadian Imperial Bank”. Estudió la relación entre el “Capital Intelectual” y su medición y el aprendizaje organizacional.

6) DOW CHEMICAL

Preocupados por la necesidad de gestión de sus activos intangibles (más que por la información a terceros sobre su valor). Esta empresa desarrolla una metodología para la clasificación, valoración y gestión de la cartera de patentes de la empresa. Este es el primer paso en que la Dow va extendiendo a la medición y gestión de otros activos intangibles de la empresa (de alto impacto en los resultados financieros). Tal como lo mencionan, el primer paso para gestionar algo es visualizarlo

7) BALANCED BUSINESS SCORECARD (KAPLAN Y NORTON, 1996)

Este modelo consiste en un sistema de indicadores financieros y no financieros que tienen como objetivo medir los resultados obtenidos por la organización.

Kaplan y Norton comienzan su labor investigadora en 1990, con la profunda convicción de que los modelos de gestión empresarial basados en indicadores financieros, se encuentran completamente obsoletos. Su labor se materializa en el libro “The Balanced Scorecard”. El modelo integra los indicadores financieros (del pasado) con los no financieros (del futuro), y los integra en un esquema que permite entender las interdependencias entre sus elementos, así como la coherencia con la estrategia y la visión de la empresa.

8) INTELLECTUAL ASSETS MONITOR (SVEIBY, 1997)

Sveiby basa su argumentación sobre la importancia de los activos intangibles en la gran diferencia existente entre el valor de las acciones en el mercado y su valor en los libros. Esta diferencia, según Sveiby, se debe a que los inversionistas desarrollan sus propias expectativas con respecto a la generación de flujos de caja futuros, debido principalmente a la existencia de los activos intangibles.

Sveiby clasificó los activos intangibles en tres categorías, dando origen a un “Balance de Activos Intangibles”, en el cual se identificaron los siguientes elementos:

a) Competencias de las Personas. Incluye las competencias de la organización como son planificar, producir, procesar o presentar productos o soluciones.

b) Estructura Interna. Es el conocimiento estructurado de la organización como las patentes, procesos, modelos, sistemas de información, cultura organizativa,... así como las personas que se encargan de mantener dicha estructura.

c) Estructura Externa. Comprende las relaciones con clientes y proveedores, las marcas comerciales y la imagen de la empresa.

9) MODELO INTELECT (EUROFORUM, 1998)

El modelo responde a un proceso de identificación, selección, estructuración y medición de activos hasta ahora no evaluados de forma estructurada por las empresas.

Pretende ofrecer a los inversionistas información relevante para la toma de decisiones y facilitar información a terceros sobre el valor de las empresas. El modelo también pretende acercar el valor resultante de una determinada empresa a su valor de mercado, así como informar sobre la capacidad de la organización de generar resultados sostenibles, mejoras constantes y crecimiento a largo plazo.

10) “CAPITAL INTELECTUAL” (DROGONETTI Y ROOS, 1998)

Drogonetti y Ross estudiaron la aplicación del concepto de “Capital Intelectual” a un programa gubernamental, el “Business Network Programme” (Programa de Redes de Negocios), implementado en Australia por AusIndustry.

Se hace alusión a la actual tendencia a buscar una teoría nueva que pueda adoptar la función de marco general y de lenguaje para todos los recursos intangibles. Algunos autores como Edvinsson & Malone (1997), Bontis (1996) y Roos (1997) han empezado a clasificar bajo el nombre de “Capital Intelectual” todos los recursos intangibles, y a analizar sus interconexiones.

Pero el problema está en la definición de recursos intangibles. Así para Drogonetti y Ross un recurso intangible “es cualquier factor intangible que contribuya a los procesos de generación de valor de la compañía, y que esté, de manera más o menos directa, bajo el control de la propia compañía”.

Entre las conclusiones del estudio se dice que “un sistema de “Capital Intelectual” es, en sí mismo, un recurso intangible de la organización”. Así, un sistema de “Capital Intelectual” pasa a formar parte del “Capital Intelectual” de la compañía y cuanto mejor lo utilice, más “Capital Intelectual” se creará. De esta forma, crear un sistema de “Capital Intelectual” llega a ser una actividad semi-circular.

11) MODELO DE DIRECCIÓN ESTRATÉGICA POR COMPETENCIAS: EL CAPITAL INTANGIBLE (BUENO, 1998)

Bueno profundiza en el concepto de “Capital Intelectual”, mediante la creación del “Modelo de Dirección Estratégica por Competencias”. En consecuencia, el capital intangible representa “la valoración de los activos intangibles creados por los flujos de conocimientos de la empresa”.

Esta conceptualización hace que cobre interés la propuesta de Capital Intangible como clave estratégica de la competencia actual. De esta forma, el Capital Intangible es el “conjunto de competencias básicas distintivas de carácter intangible que permiten crear y sostener la ventaja competitiva”.

Todo esto ha llevado formular la “Dirección Estratégica por Competencias”, paradigma que viene emergiendo en la década actual para orientar mejor la eficiencia y eficacia de la empresa en la sociedad del conocimiento.

12) MODELO NOVA (COMUNIDAD VALENCIANA, 1999)

El objetivo de este modelo es el de medir y gestionar el “Capital Intelectual” en las organizaciones. Este modelo sería útil para cualquier empresa, independientemente de su tamaño.

Siguiendo la conceptualización seguida por Bueno (1998), considera que el “Capital Intelectual” está formado por el conjunto de activos intangibles que generan o generarán valor en un futuro. La “Gestión del Conocimiento” hace referencia al conjunto de procesos que permiten que el “Capital Intelectual” de la empresa crezca. Divide el “Capital Intelectual” en cuatro bloques: Capital humano, Capital organizativo, Capital Social y Capital de innovación y de aprendizaje

2.7. MODELOS DE “GESTIÓN DEL CONOCIMIENTO”

Internacionalmente, la “Gestión del Conocimiento” está tomando cada vez mayor relevancia en el desarrollo sustentable de las empresas. Estudios realizados por distintas consultoras Internacionales así lo demuestran, mientras que empresas del nivel de Microsoft, Hewlett Packard, Ernst & Young, Chevron, Sun Microsystems, British Petroleum, entre otras, han iniciado programas de “Gestión del Conocimiento” orientados a fortalecer sus negocios y competencias.

A continuación se describen brevemente los principales modelos de “Gestión del Conocimiento” desarrollados hasta el momento

1) MODELO DE “GESTIÓN DEL CONOCIMIENTO” DE KPMG CONSULTING (TEJEDOR Y AGUIRRE, 1998)

El modelo parte de la siguiente pregunta: ¿qué factores condicionan el aprendizaje de una organización y qué resultados produce dicho aprendizaje?

Para responder a esta pregunta KPMG realiza un esfuerzo que produce un modelo cuya finalidad es la exposición clara y práctica de los factores que condicionan la capacidad de aprendizaje de una organización, así como los resultados esperados del aprendizaje. Una de las características esenciales del modelo es la interacción de todos sus elementos, que se presentan como un sistema complejo en el que las influencias se producen en todos los sentidos.

2) MODELO ANDERSEN (ARTHUR ANDERSEN, 1999)

Andersen reconoce la necesidad de acelerar el flujo de la información que tiene valor, desde los individuos a la organización y de vuelta a los individuos, de modo que ellos puedan usarla para crear valor para los clientes.

3) KNOWLEDGE MANAGEMENT ASSESSMENT TOOL (KMAT)

El KMAT es un instrumento de evaluación y diagnóstico construido sobre la base del Modelo de Administración del Conocimiento Organizacional desarrollado conjuntamente por Arthur Andersen y otros consultores.

El modelo propone cuatro facilitadores (liderazgo, cultura, tecnología y medición) que favorecen el proceso de administrar el conocimiento organizacional.

4) MODELO DEL PROCESO DE CREACIÓN DEL CONOCIMIENTO (NONAKA, TAKEUCHI, 1995)

El proceso de creación del conocimiento para Nonaka y Takeuchi es a través de un modelo de generación de conocimiento mediante dos espirales de contenido epistemológico y ontológico.

Es un proceso de interacción entre conocimiento tácito y explícito que tiene naturaleza dinámica y continua. Se constituye en una espiral permanente de transformación ontológica interna de conocimiento, desarrollada siguiendo cuatro fases:

a) La Socialización, que es el proceso de adquirir conocimiento tácito a través de compartir experiencias por medio de exposiciones orales, documentos, manuales y tradiciones y que añade el conocimiento novedoso a la base colectiva que posee la organización;

b) La Exteriorización, es el proceso de convertir conocimiento tácito en conceptos explícitos que supone hacer tangible mediante el uso de metáforas conocimiento de por sí difícil de comunicar, integrándolo en la cultura de la organización, es la actividad esencial en la creación del conocimiento;

c) La combinación, es el proceso de crear conocimiento explícito al reunir conocimiento tácito proveniente de cierto número de fuentes, mediante el intercambio de conversaciones telefónicas, reuniones, correos, etc., y se puede categorizar, confrontar y clasificar para formar bases de datos de conocimiento explícito.

d) La Interiorización, es un proceso de incorporación de conocimiento explícito en conocimiento tácito, que analiza las experiencias adquiridas en la puesta en práctica de los nuevos conocimientos y que se incorpora en las bases de conocimiento tácito de los miembros de la organización en la forma de modelos mentales compartidos o prácticas de trabajo

Para Nonaka y Takeuchi, lo expresado por Peter Drucker en el sentido de que, la esencia de la dirección es acerca de “cómo se puede aplicar de la mejor forma un conocimiento existente para poder crear otro conocimiento nuevo o reciclado”, esta definición está muy justificada ya que sus estudios en compañías japonesas respaldan el proceso de creación del conocimiento que ambos Japoneses y Peter Drucker ha sostenido.

CAPÍTULO 3: INVESTIGACIÓN HISTORICA

3.1. METODOLOGIA DE ANÁLISIS

La investigación a desarrollarse en esta tesis, se basará en la colección de datos de precios y relaciones bursátiles realizadas en la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) que consistió en la obtención de los cierres finales, mensuales, semestrales o anuales desde 1984 hasta el año 2003, comprendiendo un extenso periodo de 20 años.

Este periodo se eligió gracias a la existencia de dicha información ya que para periodos anteriores, no estaba uniformada o no estaba disponible en dicha institución. Por otra parte, la información a partir del año 1984 puede ser más transparente por cuanto a principios de la década de los ochenta Chile sufrió una fuerte recesión producto de la situación económica mundial de ese entonces, hubo una fuerte salida de capitales y la necesidad de romper con el esquema de tipo cambio fijo que existía hasta entonces. A este panorama perturbador debe considerarse que el mercado bursátil chileno era muy poco desarrollado, muy especulativo y poco masivo, elementos que fueron cambiando a partir de la segunda mitad de la década.

En el desarrollo de la recolección de información se privilegiaron los informes de la BCS que entregaron información respecto a los precios de cierre bursátil y otros indicadores tales como precios libro, relación precio bursátil/ precio libro, presencia y variaciones inmobiliarias dentro del periodo.

3.1.1. Uso del Indicador B/L: Precio bursátil /Valor libro

En la primera parte de la investigación, consiste en un análisis histórico de las series del índice (Precio Bursátil / Precio Libro) que denominaremos para efectos de simplificación como el índice B/L.

Este índice será importante en nuestro análisis ya que mide la valoración del mercado (valor bursátil en un determinado momento) de una determinada acción en relación a su precio contable (valor libro ajustado por inflación y el número de acciones de cada compañía) que también es entregado por los informes de la Bolsa de Comercio de Santiago para cada periodo considerado.

Entre los inversionistas existe normalmente una noción que en la generalidad de los casos la valoración del mercado a precios muy distintos de su valor contable obedecería a la valoración de factores intangibles, muy difíciles de valorar contablemente, pero que si son detectados por los inversionistas e incorporados a sus respectivos análisis.

Si bien este índice tiene la seria deficiencia de no poder ser comparable a través del tiempo (debido a que el valor contable de las compañías chilenas no es reflejo del valor real de sus activos fijos), si permite tener una noción de los importantes cambios sufridos por el mercado nacional y entrega una información relativa interesante al ser comparada cada acción con otras en un determinado momento.

Cabe destacar que el análisis se desarrollará a través de la revisión de la mayoría de las acciones de la Bolsa de Comercio en cada periodo de tiempo, incorporando tanto las acciones con mayor y menor presencia bursátil. Esta presencia bursátil se refiere a la figuración de cada acción en las transacciones realizadas en la BCS en cada año. Es decir, aquellas acciones de mayor presencia corresponden en general a aquellas empresas de mayor tamaño y cuya información de mercado tiene un alto grado de transparencia y veracidad (sus estados financieros normalmente están al alcance de todos los inversionistas)

Este elemento también será analizado y podremos saber si existen diferencias significativas entre las valorizaciones de acciones de mayor o menor presencia y si el elemento de mayor o menor información relativa, afecta el grado de valorización de ambos grupos.

Debe mencionarse que, en la recolección de datos se pudo constatar, que el número de empresas que cotizan en la Bolsa ha ido variando a través de los años, algunas compañías han desaparecido, otras han ingresado, otras se han fusionado, etc. Sin embargo, en esta investigación, la idea no es analizar esos casos puntuales sino que ver en que medida el mercado percibe (en cada momento del tiempo) valorizaciones diferentes a las del valor libro y si estas percepciones se ven distorsionadas por situaciones macro económicas puntuales, ya sean ciclos recesivos o de expansión económica.

El método de recolección de datos fue de la forma enunciada con anterioridad, por lo que podemos confiar en fiabilidad y consistencia de la información recogida.

En todo caso, para emitir conclusiones al final del capítulo, nos referiremos solamente a una apreciación global ligada a la serie de 20 años, más que a opiniones sobre momentos puntuales y a sectores económicos más que a compañías determinadas.

3.1.2. Uso del Indicador “Q de Tobin”

Tal como lo indican los autores Manuel Espitia y Vicente Salas (“valoración Bursátil de la Empresa: variable de Gestión a través del ratio “q”, año 2000), la razón de la valoración “q” de Tobin se define como “Valor de mercado de la empresa/ Activos a costo de Reposición”, es decir el numerador de la razón “q” expresa la valoración de los activos a través de las expectativas que el mercado tiene sobre los beneficios que generará dicha sociedad (precio bursátil de mercado), mientras que el denominador expresa el costo de oportunidad de la inversión productiva de la empresa (valor real tangible de una empresa en un momento dado).

De forma que un valor de esta razón sea superior a la unidad indicaría que las empresas tienen incentivos a invertir, es decir, sería señal de buenas oportunidades y de fuertes ventajas competitivas de la empresa.

Aunque la “q” de Tobin es una medida relativamente sencilla desde el punto de vista conceptual, en la práctica su medición no resulta inmediata. Se basa en la información contable disponible en las cuentas anuales de la empresa y en la información de mercado. La dificultad estriba en cómo hacer operativas las medidas de Valor de Mercado de la Empresa y Valor de Reposición de los Activos (que incluyen solamente los activos tangibles de la empresa).

En algunos trabajos de autores españoles como Marisa Ramirez y Manuel Espitia han subsanado este problema, utilizando la metodología del mismo Espitia que a su vez sigue de cerca la metodología de Lindenberg y Ross (1981), donde efectúan algunos ajustes como por ejemplo que el cálculo de las partidas descritas a precios de reposición parten de la hipótesis de que, tras la aplicación de las normas contempladas en la Ley de Actualización de Balances, las empresas estiman correctamente el valor de reposición de sus activos fijos, por ello, se aplica un factor de corrección sectorial a las empresas de la muestra con el objeto de obtener una aproximación a dicho valor de reposición.

En el caso puntual de esta investigación y al no poder seguir dicha metodología (por no disponerse en Chile de tal legislación), nos concentraremos finalmente en lo sucedido con el indicador “Q de Tobin” referido a un segmento de acciones que denominaremos como de carácter Inmobiliario Deportivo y Social que principalmente está compuesto de Sociedades cuyo giro son clubes deportivos de

elite, tales como clubes de golf, clubes hípicas, sociales y clubes de polo.

Lo más característico de estas sociedades, en el caso de Chile, es que poseen amplios bienes inmuebles compuestos básicamente por terrenos exclusivos que se ubican en los mejores sectores de Santiago y Viña del Mar, con una importante plusvalía ganada a través del periodo de análisis.

Se ha escogido este segmento, principalmente por mostrar razones precio mercado/ precio contable mucho mayores que los demás sectores de la economía y se pretende saber si dicho segmento realmente tiene una plusvalía relacionada al "Capital Intelectual" o simplemente ha sido tan valorada debido a la plusvalía de sus terrenos.

En términos de los principios contables aceptados en Chile, no es exigido por la legislación mantener los valores de dichos terrenos a valores de mercado (solamente se ajustan por el índice de inflación), por lo que es común encontrar en los estados financieros los activos inmuebles a valores muy distintos de los valores de mercado. Esto trae problemas cuando se trata de obtener el índice "q" ya que es sumamente difícil obtener el valor de reposición de los activos.

En este caso la problemática de los costos de reposición requeridos para el cálculo de la "q" de Tobin no puede ser subsanado a través de la metodología anterior (propuesta por los investigadores señalados) debido a que en Chile no existe una ley que obligue a las sociedades actualizar sus activos a costos de reposición cada cierto tiempo.

No obstante este problema y para efectos de nuestro análisis podrá ser subsanado a través de la utilización de 3 supuestos importantes:

1) Las sociedades consideradas en la muestra tendrían como "único" activo fijo los terrenos que les pertenecen y que están orientados a sus objetivos deportivos. Esto en una primera mirada podría no ser considerada cierto, no obstante si lo consideramos detalladamente nos daremos cuenta que efectivamente en la gran mayoría de los casos el terreno es el activo fijo relevante para la existencia de dichas sociedades y mucho más valioso que otras construcciones o instalaciones que tenga cada club (en especial considerando el interés inmobiliario que han tenido en forma histórica las empresas constructoras chilenas)

2) Dichos terrenos se han ido valorizando de acuerdo a los índices entregados por las principales empresas consultoras y operadores inmobiliarios chilenos (que se describen más adelante), considerándose una valorización en un periodo de 20 años de 1000% para los mejores terrenos urbanos (por lo tanto para cada periodo anual analizado el índice de coste de reposición variará en un 50% anual)

Si bien no existe una base contable que permita contar con una valorización de los activos fijos que sea 100% confiable, los supuestos observados permiten estimar una alta confiabilidad debido a que en primer lugar, las especiales características de la muestra, en la cual las empresas que la componen tienen en más de un 70% conformado su activo fijo por terrenos y en segundo lugar, debido a que los terrenos de dichas empresas son los más cotizados del mercado en Santiago y Viña del Mar, por lo que pueden ser reajustados en base a los indicadores de los operadores inmobiliarios.

3) Finalmente, debe señalarse que tal como ya fue definido, en el caso específico de nuestra muestra podemos observar sociedades con un muy bajo nivel de plantas y equipos y un elevado porcentaje de su activo fijo compuesto por terrenos y edificios, por lo que no estarán sujetos a los cuatro factores también mencionados por los autores Espitia y Salas, es decir el costo de reposición de las plantas y equipos de la empresa variará a lo largo del tiempo como consecuencia de cuatro factores principales: cambio en el nivel de precios, progreso tecnológico, tasa de depreciación real y la inversión en nuevas plantas y equipos.

3.1.3. Metodología para la Segunda parte de la Investigación

Para la segunda parte de la investigación, consistente en el desarrollo y ejecución de una encuesta a diferentes perfiles de inversionistas, cabe destacar que la técnica de recolección de datos estará dada por la misma técnica de muestreo a utilizarse, que consiste en un análisis por grupos, cada uno relacionado a un perfil distinto de inversionista. Se intentará en todo caso, obtener datos, lo más exactos posibles, para poder definir si lo observado en las series de tiempo, está acorde en lo observado en la recolección de información a través de la encuesta.

Esto nos puede ayudar a determinar donde se producen las diferencias más importantes y los motivos de estas diferencias, si es que existen.

Con respecto a otro tipo de información complementaria al estudio propiamente tal, como por ejemplo, la situación económica, índices económicos, financieros y noticias particulares a cada tipo de industria, esta será obtenida de los medios de información más accesibles o pertinentes al contexto estudiado, tales como periódicos y revistas financieras, series de estudio, periódicos normales, tesis universitarias, opiniones de expertos y otras fuentes que podrán ser detalladas en el mismo estudio.

3.2. ANÁLISIS DE SERIE DE DATOS DE LA BOLSA DE COMERCIO DE LOS ÚLTIMOS DE 20 AÑOS.

El siguiente análisis se refiere al comportamiento del índice B/L en las acciones más importantes de la Bolsa de Comercio. No obstante, no considera lo sucedido con las valorizaciones del activo fijo de cada una de las sociedades, lo que puede ser muy relevante en especial en aquellas intensivas en bienes inmuebles, que fueron tremendamente valorizados año a año durante el periodo analizado. No obstante la descripción siguiente sigue siendo útil para entender en términos gruesos que pasó en general con la valorización del “Capital Intelectual” y el precio de las acciones en Chile durante un periodo de 20 años caracterizado por el inicio y término de la serie en periodos económicos depresivos con un intermedio caracterizado por un importante “boom” económico.

No obstante, en términos de esta tesis, el análisis se concentrará en un segmento especial de compañías que se transan en la bolsa pero que cuentan en promedio con los mayores indicadores B/L durante el periodo y con extensos bienes inmuebles (terrenos y edificios) que se revalorizaron enormemente en dicho periodo de 20 años, por lo que además de considerar dicho índice deberemos considerar posteriormente y como método de análisis más exacto, la mencionada “Q de Tobin”, para después concluir si hubo o no realmente una valorización de su “Capital Intelectual”.

3.2.1 Comportamiento índice B/L en relación al PIB Chileno

La Bolsa de comercio nacional emitió su boletín informativo trimestral detallado por sectores económicos hasta 1992, año en el cual empezó a entregar su información por orden alfabético. Parte de la explicación a este cambio se debe a que muchas empresas que cotizan en la bolsa empezaron a abarcar varias áreas de negocios y convertirse en holdings, por lo que se hizo más difícil su clasificación. Sin embargo, la gran mayoría conservó su negocio inicial como el principal generador de sus flujos y en este estudio mantuvimos a través del tiempo la clasificación inicial.

También desde el año 1992, utilizamos un promedio simple en vez de un ponderado, por lo que esta media puede no ser exacta, pero que sin embargo comprobamos que también nos entrega una adecuada indicación de la evolución de los índices durante el periodo analizado, que es en definitiva lo que nos interesa.

Tal como se puede apreciar (ver anexos N° 1 y N° 2), en Chile se observa desde el año 1984 una evolución muy positiva de este índice B/L y que tuvo su peak en el año 1994, para luego descender en forma paulatina hasta el año 2002, para luego volver a recuperarse el año 2003.

En el año 1984 el índice B/L global del mercado, llegaba solamente a las 0,36 veces, es decir el mercado valoraba, en términos globales, a las empresas nacionales en sólo un tercio de su valor contable. Esta percepción del mercado fue menor al valor libro hasta el año 1990, donde se produce el quiebre de esta tendencia y el mercado empezaría a valorar (en teoría) los activos intangibles de las compañías.

En el año 1990, tal como se mencionó, el mercado igualó su valor bursátil con el valor libro de las empresas. Este año es trascendental, por cuanto desde ese instante, las compañías nacionales ya no valían para los inversionistas, el mismo monto que sus libros contables indicaban. De hecho, en términos globales desde el año 1990, nunca el valor bursátil volvió a bajar de la unidad (no obstante hayan diferencias entre empresas o sectores tal como se verá a continuación).

En el año 1994, y en relación al apogeo económico que registraba ese año la economía chilena, se alcanzó la máxima valoración de las compañías nacionales con un promedio PB/PL de 3,61 veces, es decir, en términos puramente teóricos el mercado le entregó una

valoración intangible a las principales empresas nacionales que más que duplicaban su valor libro real.

Finalmente, este índice empezó paulatinamente a descender desde el año 1995 hasta alcanzar una relación de 1,81 veces el año 2002 para recuperarse el año 2003 terminando con un promedio de 2,34 veces (cabe mencionar que la llamada crisis asiática afectó duramente la economía chilena entre los años 1998 y 2002).

La pregunta que debemos hacernos es si el mercado valoró efectivamente a lo largo de estos 20 años el creciente “Capital Intelectual” de las empresas nacionales, implicando que en la década de los 80 no se percibiera un valor intangible relevante, mientras que durante los años 90 efectivamente lo hubo.

Antes, de contestar esta pregunta iremos desglosando cada parte de los resultados obtenidos, empezando por una apreciación nacional y sectorial.

3.2.2. Nivel nacional

En primer lugar (ver anexo N° 3), podemos observar que a nivel nacional, el índice B/L siguió durante la década de los '80 y '90 una tendencia que estuvo favorablemente afectada por la evolución económica del país, desde una recuperación desde la recesión de principios de los 80 hasta el boom económico vivido a mediados de los 90, sin embargo, la evolución de la curva de nuestro índice si bien se ve influido por la situación económica general, tiene algunas características singulares que podemos mencionar.

De hecho, la evolución positiva registrada por nuestro indicador durante los 80 y principios de los 90 es mucho más moderada que las variaciones del PIB (ver anexo N° 3) y además se ve afectada solo levemente a inicios de la desaceleración económica registrada del año 1999.

Observándose, incluso que durante el año 1999 en que el PIB fue negativo (-0,8%) nuestro índice solo disminuyó de un promedio de 3 veces a 2 veces, recuperándose el año siguiente a 2,3 veces.

Se podría concluir que si bien existe una innegable relación entre la situación económica del país y la valoración de sus empresas por parte del mercado, ésta relación no sería tan lineal como se pudiera pensar

Es probable que las diferencias entre ambos indicadores (crecimiento del PIB y razón B/L) probablemente se deba a modificaciones estructurales de importancia en la economía chilena,

ligadas al capital intelectual, en especial en aquellos sectores más intensivos en capital humano, lo que se comentará más adelante.

3.2.3. Nivel Sectorial

A nivel sectorial de la economía chilena se puede observar (ver anexo N° 5) que tanto el Sector servicios como el Sector Bancario-Financiero se vieron altamente beneficiados por la percepción de los inversionistas alcanzando índices superiores a 6 en el año peak, lo que incluso representó el triple de lo alcanzado por los sectores más tradicionales de la economía chilena como son el sector Agrícola- minero y el Sector Industrial.

No obstante lo anterior, todos los sectores mostraron una evolución similar al índice general, aún cuando tal como se explica, el sector servicios y el sector financiero mostraron una evolución mucho más pronunciada que los sectores ligados a la producción de materias primas o productos industriales (principalmente agroindustriales).

La evolución superior de los sectores servicios y financieros no pueden sorprendernos, por cuanto desde la década de los 80 empezaron a ser un pilar fundamental del desarrollo nacional y principalmente del cambio estructural que sufrió la economía chilena en esa década.

En estas áreas, la producción y comercialización de intangibles como son los servicios tienen una mecánica y fundamento altamente ligado al “Capital Intelectual”, mucho más que los sectores productivos tradicionales (tangibles), de hecho muchas empresas exitosas del área servicio se ven más beneficiadas por la calidad de su recurso humano que por otro tipo de insumo productivo.

Recordemos además que en este periodo, Chile se consolidó como uno de los primeros países latinoamericanos en abrir totalmente su economía al resto del mundo, eliminando gran parte de las barreras arancelarias y de protección a industrias nacionales de todo tipo.

En el desarrollo del país, el sector servicios se convirtió a ser una pieza fundamental del cambio económico que iba viviendo el país y por lo tanto no puede extrañarnos que la valoración del “Capital Intelectual” que hizo el mercado sea mucho más alto, además por supuesto, de la alta plusvalía de los bienes inmuebles que se iba apreciando durante el periodo.

Este análisis sectorial, nos entrega otro fundamento relacionado a que la valoración del “Capital Intelectual” en Chile ha tenido una

evolución mucho más ligada a los cambios económicos estructurales sufridos por Chile que a la simple evolución de su PIB.

En general, podríamos también concluir que existió una sobre valoración del precio de las empresas chilenas para el periodo comprendido entre 1993 y 1996, el cual se fue ajustando a niveles más estables, con menores variaciones y menos ligado a las fluctuaciones económicas. Esta situación nos puede estar hablando de un mercado más maduro, con un mejor y más transparente grado de información.

3.2.4. Sectores de la Economía

Sector agrícola y minero

Dentro de este sector (ver anexo N° 5), existen 3 subsectores que son el minero, el forestal y el agropecuario. A través de los 20 años analizados se observa en forma permanente una mejor valoración del capital intangible de las empresas mineras, por sobre las forestales y las agropecuarias.

Dentro del las empresas mineras ha habido una fuerte influencia de grandes empresas muy competitivas como Pucobre (Punta del Cobre) y Soquimich (salitre y yodo) que han mantenido una buena evolución de sus intangibles a través de los años. También destacan los casos de las empresas ligadas a la explotación de carbón (Enacar, Carvile, Schwager) que era hace mucho tiempo una industria poco competitiva y que solo subsistía gracias a subsidios estatales. Estas empresas que en la actualidad casi han desaparecido, en algún momento tuvieron una valoración B/L muy alto, que demuestra que en el corto plazo la valoración del mercado de una empresa puede deberse a la simple especulación (en esos momentos existía la posibilidad de que el Estado pese a sus planes de terminarlos, extendiera los beneficios a ese sector para impedir una crisis social de importancia).

No obstante, podemos apreciar que en una evaluación de una serie larga de años, estos cambios no son relevantes para nuestro análisis.

Con respecto a las empresas del sector forestal y agropecuario, se aprecia que no existen fuertes variaciones del índice B/L e incluso llama la atención que la valoración de empresas con mucho patrimonio forestal no sean altamente valoradas (como es el caso de Terranova, Rupanco, Cholguán), lo que indicaría, en este caso,

que pudo haber un manejo contable más realista que mostrara un valor tangible de la empresa más cercano a la realidad (lo que probablemente sucede al considerarse un porcentaje de los bosques como inventario de corto plazo) considerando que estas industrias presentaron un interesante crecimiento ese periodo.

Sector Industrial

Dentro de este sector, se aprecia que el mercado ha entregado un mayor valor a aquellas industrias y/o empresas ligadas a la elaboración de productos con mayor valor agregado o industrias emergentes, por sobre aquellas industrias con mercados de crecimiento estable pero expansión moderada como son la industria alimenticia, papel y celulosa, metalmecánica, textil, pesquera, etc. En vez de eso, se han valorado fuertemente aquellas empresas ligadas a la industria química, vitivinícola, cervezas y bebidas y manufacturas en general.

Cabe destacar lo que ha pasado con la empresa productora de electrodomésticos nacional Somela, que ser casi nulamente valorizada a principios de los 80, llegó a tener un índice B/L de 8 veces el año 1994 y 1995 y pese a que en el 2003 este índice era menor, alcanzaba las 2,45 veces superando a muchas empresas de la bolsa de comercio.

Este puede ser un caso claro de valoración del "Capital Intelectual", ya que en una industria altamente competitiva, con importaciones fuertes de productos a precios muy económicos, esta empresa a sabido posicionarse y crecer gracias al valor incorporado que levan sus productos (diseño, servicio post venta, etc.).

Industria financiera

Dentro de esta industria se encuentran los bancos, las bolsas de comercio y las financieras (estas dos últimas categorías con muy poca presencia bursátil, por lo que no se considerarán).

La banca ha sido una de las industrias más dinámicas de la economía nacional en los últimos lustros, después de la debacle sufrida a principios de los años 80.

En términos generales, el mercado después de una desconfianza general a mediados de los años 80, empezó a valorar fuertemente estas instituciones alcanzando un promedio de 6 veces su valor contable en el año 1995, valoración que como se observó en otras industrias, se ajustó a la baja en los años posteriores, a valores más realistas, pero que se han mantenido por sobre la media general.

Debe mencionarse que en esta industria se han producido innumerables cambios de propiedad, fusiones y adquisiciones, entrando y saliendo tanto actores locales como extranjeros.

Servicios No Financieros

En esta industria se encuentran varios subsectores de diferentes rubros. Algunos han sido muy dinámicos e importantes en el cambio estructural del país (como el de los servicios públicos, inversiones y comercio) mientras que otros si bien son importantes han mantenido una baja presencia bursátil y una menor liquidez en el mercado, aún cuando en algunos casos siempre se han transado en la bolsa (como las inmobiliarias ligadas a clubes sociales o deportivos).

Dentro de las empresas de servicios públicos debe mencionarse a las empresas eléctricas y de agua potable que fueron privatizadas a partir de la década de los 80 implicando un fuerte cambio estructural y de inversiones en industria que tradicionalmente estaba ligada al Estado.

En general la valoración de estas empresas tuvo un ciclo similar al de casos anteriores, es decir de ser muy poco valoradas a principios de los 80, llegaron a ser estrellas durante los años peak, volviendo a niveles estables y más razonables a fines de los 90 principios de esta década.

Mención aparte tienen las empresas del área inversiones ya que muchas son AFP (administradoras de fondos de pensiones) que estuvieron ligadas a una de las principales transformaciones de la economía chilena en las últimas décadas.

La evolución del índice fue similar a lo comentado aunque se puede decir mantienen valoraciones muy por sobre el promedio de la industria y de la cartera bursátil general.

Han sido muy valoradas por los inversionistas ya que han debido adaptarse a una fuerte competencia (menores comisiones y mayor rentabilidad ofrecidas) pero con incrementos anuales importantes en los fondos manejados, que implica que la calidad de sus ejecutivos y analistas sea altamente considerado por el mercado.

También han sido muy valoradas algunas empresas del rubro distribución y comercio, muchas de las cuales aparecieron con fuerza en los últimos 10 años, entre las que podemos mencionar Falabella, París, Fasa y D&S que con espectaculares resultados se han posicionado muy bien en la mente de los inversionistas.

Si bien los demás subsectores de esta industria tienen una baja presencia bursátil, nos llama la atención lo que pasa con las empresas ligadas a la hípica, deportes y estadios (sociales o deportivos) ya que teniendo una muy baja presencia en la bolsa, muestran, en general, elevados (sobre lo normal) índices B/L que no son casos puntuales en el tiempo, ya que se han mantenido altos a través de toda la serie estudiada.

Por ejemplo en el caso del club de Golf nunca ha bajado de las 27 veces e incluso llegó a 148 veces en el peak, marcando en el 2003 una valoración de 93 veces.

Este elemento que se aprecia en este subsector nos sorprende y nos puede llevar a conclusiones erróneas, por cuanto no podemos concluir nada acerca del “Capital Intelectual” en esta ni en ninguna de las sociedades mencionadas, sin analizar primero que sucedió con la plusvalía de sus activos fijos, que en el caso especial de este sector tiene un fuerte componente de valorización por cuanto estas Sociedades tiene amplios terrenos en los sectores más exclusivos de Santiago y Viña del Mar.

Este análisis lo realizaremos al final de este capítulo y nos permitirá concluir si en este grupo especial de empresas, efectivamente hubo una valorización de su “Capital Intelectual” o simplemente lo que se valorizó fue su activo fijo.

Con los elementos que hemos tomado en cuenta podríamos generalizar que en el periodo analizado, y no obstante la existencia de factores económicos importantes, se percibe la existencia (aunque precaria y poco estudiada) de una valorización del “Capital Intelectual” de algunas empresas, lo cual no es producto de los efectos macroeconómicos reinantes ni producto de elementos puramente sectoriales.

3.2.5. Efecto de la liquidez en la valoración del capital intangible

Todas las acciones de la Bolsa chilena están incorporadas a un índice que mide el comportamiento diario que se denomina IGPA (índice general de precios de las acciones), mientras que el índice IPSA registra el comportamiento de la cartera de acciones con mayor presencia bursátil y por lo tanto, las acciones que componen ese índice tienen una mayor liquidez para un inversionista, lo que significa una opción positiva, es decir la posibilidad de deshacerse más fácilmente de esa acción ante percepciones desfavorables de la compañía o simplemente ante la posibilidad de invertir en otras

empresas que estén ofreciendo una mejor utilidad global (tangible e intangible).

Para efectos del análisis (ver anexo N° 4) se han separado las acciones del IPSA del Grupo de acciones del IGPA, quedando el grupo general con 306 empresas, mientras que el IPSA analizado cuenta con 70 empresas (muchas empresas salieron y entraron del IPSA pero igual se consideraron todas aquellas que alguna vez estuvieron en este índice selectivo, al considerarse que fueron más líquidas y con mayor información para los inversionistas.

Al comparar el índice B/L entre ambos grupos podemos notar que si bien ambos grupos tuvieron un promedio histórico para la serie similar (en torno a 2), el comportamiento a través del ciclo ha sido diferente.

Si bien todas las acciones, en general, se movieron en la misma dirección a través del periodo de 20 años, notamos que las acciones del IPSA en forma casi permanente tuvieron un indicador B/L menor a los de las acciones del IGPA para cada periodo analizado.

La diferencia entre ambas valorizaciones B/L varió entre el 0% hasta el 100%, notándose que en el periodo de los años 1993, 1994 y 1995, es decir en periodos de cumbre bursátil, se registraron las mínimas diferencias, mientras que en periodos de menor apogeo (por ejemplo en los años 1984 (saliendo de la recesión de 1981) o en 1998 (entrando a recesión) la diferencia fue superior a 200%.

En base a lo anterior, es probable que los inversionistas tengan una menor posibilidad de especular con aquellas acciones más líquidas, ya que se tiene una mejor cantidad y calidad de información para cada acción que pertenezca a este grupo.

Además podemos apreciar que en periodos de alza bursátil, todas las acciones se hacen más líquidas y viceversa, es decir al ingresar al mercado una mayor cantidad de inversionistas, existe una ampliación general y mayor transparencia de la información de todas las empresas existentes, aún cuando no todas pertenezcan al IPSA.

Finalmente, debe mencionarse que entre las acciones componentes del IPSA, las diferencias entre los promedios de B/L individuales para todo el periodo fueron mucho menores que las acciones del IGPA, variando entre un máximo de 5,1 veces (Cruz blanca) a un mínimo de 0,4 veces (Edelnor), mientras que entre las acciones del IGPA se puede apreciar que la diferencia es mucho mayor, con un

acción que tuvo un promedio de 83,9 veces (Club de Golf) versus la acción de Schwager con un promedio en el periodo de -6,4 veces.

Lo anterior no hace confirmar lo expresado en la primera comparación de entre ambos grupos, es decir que aquellas acciones cuya liquidez ha sido mayor en algún momento del tiempo presentan índices B/L más moderados y diferencias inferiores con las demás acciones del grupo.

Como conclusión final de esta parte, podemos decir que el grado de liquidez de una determinada acción también afecta en alguna medida su valorización bursátil. Suponemos también que las acciones más liquidas, al entregar mayor información al mercado, permiten también a los inversionistas evaluar de mejor manera su “Capital Intelectual”, pero no podemos determinar en qué medida este factor de liquidez favorece esta evaluación.

3.3. ANALISIS DE UNA MUESTRA PARTICULAR: SOCIEDADES ANÓNIMAS DE CARÁCTER INMOBILIARIO, DEPORTIVO Y SOCIAL.

Nuestro interés por saber algo más de esta muestra está dado por los altos índices que registra de B/L y que superan largamente a los promedios nacionales. La primera pregunta que se viene a la mente es si realmente existe una fuerte valoración del “Capital Intelectual” en estas sociedades que las hayan hecho tan rentables en las últimas décadas, o tan sólo es un espejismo que desaparecerá una vez que tomemos en cuenta otros elementos especiales y de carácter más tangible de dicho grupo de empresas, dentro de nuestro análisis.

Lo cierto es que es un grupo especial de 10 Sociedades que se transan comúnmente en la Bolsa de Comercio de Santiago y de las cuales la mayoría se ha mantenido con transacciones activas en el periodo considerado.

3.3.1. DEFINICIÓN, CARACTERISTICAS ESPECIALES Y VENTAJAS DE LA MUESTRA

3.3.1.1 La muestra está constituida por las 9 Sociedades siguientes (Ver anexo N° 6):

- 1) Golf: Corresponde a la Sociedad denominada Club de Golf Los leones, se encuentra ubicada en el sector de mayor dinamismo urbanístico de Santiago, entre las áreas comerciales de las comunas de Providencia y los sectores acomodados de las comunas de Vitacura y Las Condes. Posee extensos terrenos dedicados a la práctica del golf, insertos en sectores comerciales y residenciales exclusivos.
- 2) Polo: Corresponde a la Sociedad Club de Polo que se ubica en el sector más exclusivo de la comuna de Vitacura, en el sector oriente de Santiago, donde posee extensas hectáreas dedicadas a la práctica del Polo y el Golf.
- 3) Country: Posee, al igual que las sociedades anteriores, extensos terrenos dedicados al golf y que están ubicados en sectores residenciales exclusivos y de alto dinamismo inmobiliario, de la comuna de La Reina, en Santiago.
- 4) Granadilla: Club de golf con extensos terrenos en el mejor sector de Viña del Mar, ciudad ubicada a 120 kilómetros de Santiago, hacia la costa y que tiene un permanente crecimiento residencial con características de primera y segunda vivienda.
- 5) Hípico: Corresponde al denominado Club Hípico de Santiago, que es el escenario más importante del país orientado a la actividad hípica (principalmente apuestas y eventos comerciales). Está ubicado en las cercanías del centro de la capital con grandes paños de terreno en un sector que ha tenido en los últimos años una fuerte demanda de inversionistas inmobiliarios para desarrollar proyectos orientados a departamentos para sectores socioeconómicos medios.
- 6) Hipódromo A y B: Corresponde al denominado Hipódromo Chile que es el segundo recinto en importancia dedicado a la actividad comercial hípica. Posee amplios terrenos ubicados en el sector norte de Santiago. Aún cuando donde se ubica ha tenido una creciente demanda inmobiliaria, debe ser la sociedad con menor plusvalía de este tipo de entre todas las mencionadas. La diferencia entre las series A y B se refiere al poder de voto de sus propietarios en la junta de accionistas y también en los grados de liquidez de las acciones, según sea su serie, no obstante este elemento no lo consideraremos

como relevante por cuanto corresponden a la misma sociedad.

- 7) Club Unión: Antiguo y tradicional club social santiaguino que se ubica en una manzana entera en el centro de Santiago, contando también con una sede en el exclusivo barrio El Golf (sector oriente de Santiago). Este club ha sido tradicionalmente exclusivo y entre sus socios se encuentran distinguidos empresarios y políticos santiaguinos, quienes se juntan periódicamente en sus instalaciones.
- 8) Sportfran: Corresponde al denominado Sport Francés, que es un exclusivo club deportivo orientado principalmente al golf que se ubica también en un exclusivo barrio de Vitacura en Santiago.
- 9) Sporting: Consiste en el denominado Sporting Club de Viña del Mar que está ubicado en un sector residencial muy valorizado sector de esta ciudad siendo el principal y tradicional recinto para realizar competencias y actividades comerciales ligadas a la hípica.

3.3.1.2 Características Especiales de la Muestra

La muestra seleccionada tiene características particulares que la hicieron atractiva para el estudio y que son las siguientes:

- a) Segmento que ha sido pocas veces estudiado con Sociedades con objetivos que abarcan no solamente los fines comerciales o lucrativos ya que también tienen objetivos de tipo meramente deportivo y/o social lo que entrega importantes utilidades intangibles a sus socios.
- b) La muestra está compuesta por sociedades que poseen un activo fijo importante (ver anexo N°9), principalmente compuesto por extensos terrenos ubicados normalmente en las zonas de mayor exclusividad y plusvalía de las ciudades de Santiago y Viña del Mar (en el caso del Club de la Unión su principal activo fijo son dos edificios que también se ubican en zonas de elevada plusvalía).
- c) En el caso de las dos sociedades ligadas a la hípica en Santiago, sus extensos terrenos no se encuentran en las

zonas más exclusivas pero si se ubican en zonas de elevado interés inmobiliario para familias de nivel social medio.

- d) Todas las sociedades consideradas registran, en el periodo de estudio, elevados índices B/L que superan con creces a otros sectores económicos de la economía chilena. Esta fue una de las principales motivaciones para elegir este grupo y tratar de obtener una conclusión válida con respecto a la existencia o no de una valoración de intangibles en este tipo de sociedades donde el activo fijo (inmuebles) es tan relevante.
- e) Prácticamente todas las sociedades mencionadas no han mostrado intenciones de cambiar de giro o realizar negocios inmobiliarios explotando sus terrenos, lo que es un factor importante ya que si bien los inversionistas al comprar una acción de estas sociedades están adquiriendo porcentajes de dichos terrenos, saben que el objetivo principal del club no está ligado a la explotación inmobiliaria, aún cuando este va a ser un factor siempre latente de mucha importancia, tal como veremos en el análisis.
- f) Todas las sociedades consideradas poseen terrenos considerados por los municipios donde se ubican, como áreas verdes de importancia para la comuna (aún cuando no sean de uso público). Este es un factor de importancia para el análisis debido a que significa una restricción inicial importante en el caso de tomar decisiones de ventas de paños de terreno. Es decir, si bien es un elemento factible, existen importantes trabas burocráticas que aumenta fuertemente el costo de realizarlo.
- g) Para efectos del estudio se asumen que en estas sociedades no hubo aumentos significativos del endeudamiento ni decisiones gerenciales de tal relevancia que hayan afectado la percepción de los inversionistas, en relación a la existencia de factores ajenos al giro de cada sociedad, que hayan puesto en peligro la existencia de la misma.

3.3.2. RELACIÓN PRECIOS DE MERCADO Y VALORES LIBRO.

El segmento escogido ha tenido variaciones menores en lo referente a las sociedades que lo conforman, por ejemplo en el año

1984 se cotizaban acciones como Domingo, Lindefut y Manquehue (que son clubes con las mismas características de las seleccionadas) que posteriormente dejaron de transarse y que no fueron consideradas dentro de la muestra por esta misma razón de baja continuidad en el tiempo. No obstante por años, la Bolsa de Comercio de Santiago entregó los índices sectoriales abarcando todas las sociedades que se transaban en cada periodo, por lo que disponemos de los valores de índice B/L para cada periodo que podemos comparar con lo que pasaba en el resto del mercado con el mismo índice.

Entonces, inicialmente considerando solamente el índice B/L para el periodo correspondiente (ver anexo N° 7), nos encontramos que este sector mostró una evolución positiva entre los años 1985 y 1991, pero muy cercana a lo que pasaba con otros sectores de la economía tales como empresas productivas industriales o de servicios. Entre los años 1984 y 1991, este sector tuvo índices B/L levemente superiores al promedio global del mercado, terminando en el año 1991 con un valor B/L promedio muy similar al del promedio de todas las acciones de la Bolsa de Comercio.

No obstante, a partir de 1992, se aprecia una diferencia muy marcada con el promedio general, ya que a simple vista se aprecia que en general durante el resto de los años este sector tuvo índices B/L promedio de entre 7 y 9 veces el promedio de todas las acciones de la Bolsa (se aprecian altibajos pero que nunca fueron inferiores a las 4 veces el promedio general).

Por ejemplo durante el año 1992 el B/L del sector llegó casi a las 29 veces superando en más de 11 veces el promedio general, mientras que el último año considerado (2003) esta diferencia fue superior a las 9 veces.

Sin poder concluir nada todavía acerca de esta diferencia, al menos podríamos afirmar que con el inicio del “Boom” económico que sacudió con fuerza a Chile desde 1991, el precio de las acciones que componen estas sociedades de fuerte respaldo patrimonial inmobiliario (o al menos potencial) se fueron literalmente a las “nubes”, condición que se mantuvo intacta (con leves altibajos) hasta el último año estudiado (2003), pero que podríamos afirmar sin equivocarnos demasiado, se mantiene hasta hoy.

3.3.3. VALORIZACIÓN DEL MERCADO INMOBILIARIO EN CHILE: LOS CASOS DE SANTIAGO Y VIÑA DEL MAR.

El suelo de la ciudad de Santiago quizás ha sido la mejor inversión de las últimas décadas, incluso por sobre las empresas más beneficiadas por el boom económico de los años '90. Algunos estudios inmobiliarios estiman que sólo en la década de los años '90, la valorización de los terrenos en el Gran Santiago creció en un 1110% (según un estudio del año 2003 la empresa consultora Pablo Trivelli y Cia.). Esto también ha significado que en la actualidad exista una muy baja oferta de terrenos disponibles, al menos en las áreas más demandadas para inversiones de tipo inmobiliario, existiendo en el año 2004 una oferta de solo 199 hectáreas inferior a las 253 hectáreas que se ofrecían en el año 2001.

Otros agentes inmobiliarios informaron que solamente el primer semestre del año 2004 el valor del suelo del Gran Santiago creció un 22% (Diario Estrategia, Junio 2004) por lo que no sería muy osado aventurar que durante el periodo estudiado (20 años) el crecimiento del valor de los terrenos tanto en Santiago como en Viña del Mar sería superior al 1500%.

Se estima que dicha alza de los terrenos se debería a que Santiago se ha transformado en una atractiva ciudad en el contexto latinoamericano, una fuerte reactivación del sector de la construcción, tasas de interés bajas para los créditos hipotecarios y a la estabilidad en el régimen tributario que afecta la tierra urbana.

No obstante, para este estudio, seremos más conservadores al considerar la valorización de los terrenos urbanos (de Santiago y Viña del Mar) que son propiedad de las sociedades que componen la muestra. Esto teniendo en cuenta que existe siempre un castigo en la valorización de los inmuebles de las sociedades consideradas, por cuanto el negocio inmobiliario (venta de terrenos o desarrollo de proyectos propios) no es el giro fundamental ni existe interés permanente por parte de sus accionistas de que así sea, no obstante debe considerarse siempre como un negocio potencial de elevado atractivo que puede concretarse en el futuro.

Al respecto podemos mencionar la experiencia del Sporting Club de Viña del Mar, que a mediados de la década de los '90 fue sujeto de muchas especulaciones con respecto al desarrollo de proyectos inmobiliarios que se desarrollarían al desprenderse de paños de terreno no utilizados en sus actividades hípcas. Si bien este negocio nunca llegó a concretarse, significó inmensas alzas de precios de sus acciones, que luego se revirtieron bruscamente al no concretarse los negocios inmobiliarios mencionados.

De esta forma, con el fin de obtener un adecuado precio de reposición de los activos de las sociedades consideradas, consideraremos un crecimiento de 1000% en el valor de sus activos fijos (ver anexo N° 6), que tal como mencionamos anteriormente, están compuestos en promedio en un 86% por bienes raíces (principalmente terrenos, ver Anexo 6). Para fines prácticos, en el análisis no consideraremos otro tipo de bienes.

También y para fines del análisis, consideraremos como fija la estructura financiera para el periodo analizado, de cada una de las sociedades que componen la muestra. Tampoco supondremos la existencia de factores ajenos al negocio que pudieran haber influido fuertemente en el precio de las acciones. Estos supuestos nos permitirán incrementar el valor libro de las sociedades en la misma proporción del incremento del valor de reposición de sus activos fijos.

3.3.4. REEMPLAZO DEL INDICE B/L A TRAVÉS DEL USO DEL INDICADOR “Q DE TOBIN”

Uno de los enfoques iniciales para medir el “Capital Intelectual” fue emplear la “Q de Tobin”, técnica desarrollada por el Premio Nobel James Tobin en 1981, que mide la relación entre el valor de mercado y el valor de reposición de sus activos físicos.

Tal como ya se ha mencionado anteriormente el índice “q” se obtiene de la división entre el valor de mercado de una empresa (valor bursátil) y el valor de reposición de los activos de la empresa (patrimonio real en cada momento del tiempo). El valor obtenido es denominado como “q”.

El valor de Q puede ser inferior, igual o superior a 1, o que nos dará una señal de la valoración que hace el mercado del “Capital Intelectual” de una determinada compañía.

En caso de que este indicador resulte inferior a 1 indica que el mercado está dispuesto a pagar menos por los activos que su valor de reposición, es decir, no valora el “Capital Intelectual” de la empresa.

Si este valor es igual a 1 significa que el mercado se encuentra dispuesto a pagar sólo el valor de reposición de los activos de la empresa, no valorando el “Capital Intelectual”.

En el caso que el indicador sea superior a 1, implica que el mercado se encuentra dispuesto a pagar un valor mayor que el costo de reposición por los activos de la empresa y esa diferencia que se encuentra dispuesto a pagar representa el “Capital Intelectual” (por ejemplo las empresas intensivas en conocimiento, como Microsoft, tienen unos valores de "q" superiores que aquellas empresas que están en industrias más básicas).

Este indicador en resumen, mide la diferencia entre el valor de reposición (que no cuadra con los principios contables chilenos, tal como se trató en el capítulo 3) y el de mercado de la empresa y ésta es interpretada como el “Capital Intelectual”.

Sin embargo, debe mencionarse que en algunas oportunidades esto es cuestionable, pues aún cuando el indicador es inferior a 1 podría ser que aunque se valore el “Capital Intelectual” de una compañía, el valor bursátil de la acción es menor que el valor de reposición de los activos, debido a situaciones ajenas al control de la administración de la empresa, como un problema de profundidad, calidad de la información y liquidez en el mercado de valores que no permite asignar eficientemente los precios a los títulos. Por otro lado, es difícil obtener el valor de reposición de todos los activos, por lo que en ocasiones es imposible calcular esta razón y obtener un indicador objetivo que mida el “Capital Intelectual”.

En el caso de este estudio, ambos factores quedan acotados por cuanto en primer lugar todas las acciones consideradas tienen una profundidad aceptable, se han transado en forma permanente a través del periodo analizado y tienen un grado razonable de liquidez (debe mencionarse que fueron descartadas en este estudio otras acciones que conforman este grupo pero que se caracterizan por su muy bajo grado de liquidez).

En segundo lugar, en todos los casos analizados, por lejos, el principal activo fijo de las empresas son sus terrenos, lo que ha podido ser razonablemente valorizado a su correcto valor de reposición, de acuerdo a la plusvalía real que han tenido los terrenos en las áreas geográficas consideradas.

Este cálculo se realizó a través de una valorización lineal en 20 años del valor contable de cada empresa que en términos de supuesto se condicionó a 1000% en ese lapso (ver anexo N° 6).

En el caso de nuestra muestra, en un simple razonamiento lógico, podríamos estimar “Q de Tobin” bastante bajas (ya que estas sociedades se caracterizan por ser poco intensivas en conocimiento

y muy intensivas en activo fijo, el que hemos asumido está constituido fundamentalmente por terrenos y que se han valorizado en forma elevada según lo indicado anteriormente).

Esto, como se verá en los resultados, contradice los sobre normales resultados que observábamos a través de analizar solamente el índice B/L.

3.4. RESULTADOS

3.4.1. RESULTADOS DE LA EVALUACION DE LA SERIE DE INDICES B/L

En términos preliminares y analizando solamente las series de índices B/L podemos apreciar que la valorización de una determinada empresa está influido en cierta magnitud por factores macro económicos y sectoriales, pero no está totalmente determinada por dichos factores.

En general podemos también admitir que según el análisis inicial realizado, que la valoración de una acción está altamente influenciada tanto por procesos de boom y/o depresiones (ha quedado claro en la serie de tiempo estudiada que ésta se inicia y termina con depresiones económicas, que limitan en ambos extremos del tiempo, un boom económico pocas veces visto en la economía chilena).

No obstante se aprecia que la valorización que hace el mercado de una determinada acción está principalmente determinada por los cambios estructurales que esté sufriendo la economía, por ejemplo niveles estables de mayor competencia, apertura económica, uso intensivo de la tecnología, procesos de privatización, etc. Muchos de los sectores económicos pueden sufrir cambios estructurales de importancia, lo que ciertamente influirá en la valoración del “Capital Intelectual” de las empresas de dicho sector.

Si bien apreciamos un inicio de la serie con indicadores promedio bastante bajos y que a mediados de la década de los '90 muestran un espectacular crecimiento, esto se debe principalmente a los movimiento de los precios de las acciones durante un proceso de crecimiento excesivo, en lo que se llamó una verdadera burbuja inmobiliaria, que duró hasta finales de la década y que reventó en el año 1999 a nivel mundial (con la denominada burbuja tecnológica) calzando con la crisis asiática y que fue lo que causó una severa depresión que azotó a Chile entre 1999 y el 2003.

Por lo anterior es que la evolución de estos índices nada puede decirnos en forma muy contundente acerca de la valorización del “Capital Intelectual” de las sociedades chilenas. En este sentido, requerimos al análisis de una muestra en particular recurriendo al conocido instrumento proporcionado por la “Q de Tobin”.

3.4.2. RESULTADO DE LA EVALUACION DE LA MUESTRA

Cuando nos enfocamos en la muestra particular que hemos detallado con anterioridad, nos encontramos con un resultado lógico a priori que será confirmado por los resultados empíricos y es que nos encontramos con un segmento, que si bien tuvo un alza elevada de sus precios de las acciones durante el proceso estudiado, ésta alza parece no tener mucho que ver con una valorización de su “Capital Intelectual”.

No obstante, no debemos olvidar que existe un componente muy importante del CI en este tipo de organizaciones y que se refiere al capital relacional que es la red de socios y miembros ligados a esta clase de sociedades que tienen un marcado carácter elitista y que podríamos aventurar tiene una importancia y magnitud muy superior al de otro tipo de empresas, aún cuando las demás cuenten con importantes factores ligados a la estructura y el recurso humano.

Al respecto debemos mencionar que en el tipo de organizaciones seleccionadas, si bien esperamos encontrar un capital relacional extraordinariamente importante, no se espera encontrar un capital estructural ni humano de importancia relativa muy especial, al contrario, son sociedades organizadas en forma muy simple (normalmente un Directorio y una administración simplificada) y con un bajo número de empleados en relación al patrimonio manejado.

En términos concretos (y tal como podemos apreciar en anexos) con la ayuda de la “Q de Tobin” podemos eliminar el espejismo de razones B/L sumamente elevadas que podrían llevarnos a conclusiones erróneas y podemos observar que este indicador va disminuyendo fuertemente a través de los años considerados y que se debe fundamentalmente a la valorización de los terrenos.

En el año tomado como base (1984) se aprecia que el mercado valorizaba casi 4 veces el valor de los activos de la compañía, lo que obviamente estaba influenciado por la salida reciente de una de las recesiones más brutales conocidas en Chile y la baja

valorización que eso implicaba de los bienes inmuebles, por lo menos hasta entonces.

En todo caso podríamos aventurar que existió entre el año 1984 y el año 1993 una precaria valorización del “Capital Intelectual” de estas sociedades, principalmente el mercado valorizó el potencial de negocios de estas empresas y también quizás la calidad de sus socios y administradores (normalmente todas las personas relacionadas a estas sociedades son parte de la elite económica y social de Chile).

En la medida que la economía iba ordenándose y reactivándose a fuertes tasas de crecimiento, podemos observar que este indicador llegó a casi 1 vez en el año 1993, es decir el mercado valorizó en esa fecha a estas empresas a un valor igual que sus activos netos a valor de reposición. Cabe destacar que hasta este año tanto los precios de estas acciones como sus terrenos fueron valorizándose en general por encima del promedio de otros sectores ya que la valorización del terreno urbano tuvo siempre una mayor tasa de crecimiento por el boom inmobiliario que se vivió.

Desde 1993 en adelante los precios de los terrenos realmente ocultaron cualquier tipo de valorización del capital de estas sociedades, ya que el mercado en forma sumamente “fría” dio su veredicto que era que en dichas sociedades los activos que se poseen tienen una ponderación preponderante al momento de valorizarlas.

Esta tendencia se manifiesta hasta nuestros días y el veredicto del mercado es claro, no existen o al menos no importan los activos intangibles que puedan tener dichas sociedades, dado que el valor tangible de sus terrenos ha crecido en una forma tan extraordinaria que cubre cualquier otro activo “distinto”.

Finalmente, (ver anexos N° 8) podemos apreciar que al comparar el índice B/L con la “Q de Tobin”, observamos que el numerador se mueve en forma proporcional a los precios de mercado de dichas acciones, creciendo fuertemente a mediados de los '90 y estabilizándose en los últimos años (pero en un nivel considerado de todas maneras elevado para el resto de las acciones del mercado bursátil).

Con respecto al denominador, podemos apreciar la importancia de la valorización permanente y continua de los activos fijos (afectando el valor del patrimonio) y en general, concluir que actualmente no existe una valorización del “Capital Intelectual” para dichas sociedades, pero tal como se ha mencionado, esto no quiere decir

que no lo tengan, ni que esta valorización no haya existido, ya que los mismos resultados nos demuestran que efectivamente los inversionistas valorizaron el capital intelectual de estas sociedades a inicios del “boom” inmobiliario, obteniendo importantes ganancias con el sólo manejo de las potencialidades inmobiliarias de los paños de terreno manejados por cada una de las empresas componentes de la muestra.

3.4.3. CONCLUSIONES GENERALES DEL CAPITULO

Al momento de evaluar los resultados más relevantes de este estudio, no podemos dejar de mencionar que en el mundo y en la ciencia empresarial efectivamente el “Capital Intelectual” se percibe como algo relevante, de vital relevancia en el análisis previo y posterior de cualquier tipo de inversionista para con sus decisiones de inversión. Esto se percibe claramente desde una perspectiva global, aún cuando en ciertos segmentos intensivos en activo fijo puede encontrarse que no existe un peso relativo de importancia del Capital Intelectual, como es el caso que analizamos.

Por otra parte, del análisis general, nos queda la sensación que si bien el Capital Intelectual no es un concepto manejado muy claramente, por lo menos en términos teóricos, está siempre inserto en las variables de análisis, aún cuando esté cubierto con otro tipo de definiciones tales como prestigio, tradición, historial, etc. y que además se encuentra inserto en otro tipo de definiciones que son altamente apreciadas por los inversionistas tales como la competitividad de la empresa, capacidad de adaptación frente al cambio, relaciones laborales, desarrollo de productos nuevos, estabilidad laboral y del negocio, etc.

No obstante, queda claro que la importancia del Capital Intelectual estará dada por el sector que estemos analizando y su grado relativo de intensividad en el uso del conocimiento.

En aquellas empresas muy intensivas en dicho factor, se percibe siempre la importancia del “Capital Intelectual” en casi todas las evaluaciones de un inversionista de largo plazo, mientras que queda claro que su importancia es secundaria en relación a otros factores cuando el sector que analizamos en forma inversa, poco intensivo en conocimiento, el cual es el caso de la muestra seleccionada.

El valor de Q obtenido para la muestra fue inferior a 1 indica que el mercado está dispuesto a pagar menos por los activos que su valor de reposición, es decir, no valora el “Capital Intelectual” de la empresa.

Si bien la valorización del “Capital Intelectual” en este caso concreto de la muestra analizada, resultó nulo, no significa que no exista o haya existido algún grado de “Capital Intelectual”, sino que pensamos que en este tipo de sociedades existe un importante y valioso nivel de capital relacional, que es gravitante para el potencial inversionista, considerando que si bien invertirá primordialmente en un activo fijo muy valioso, no sabe cuando esta riqueza podría ser efectivamente realizada o vendida en el mercado, pero si sabe que del importante nivel de sus miembros o socios.

Si podemos concluir que en empresas que utilizan un importante monto de activos intangibles para su desarrollo y que cuentan con una fuerte valorización del “Capital Intelectual”, también será siempre muy importante su activo tangible, en forma inversa también podemos concluir que en aquellas empresas con bajo nivel de valorización de “Capital Intelectual”, como es el caso de la muestra seleccionada, ésta baja valorización no implica que sus activos intangibles no sean relevantes.

En el caso particular que se ha analizado, queda claro que a principios del periodo observado, el elemento intangible si fue muy relevante en la valorización del mercado y que sirvió como guía anticipada del desarrollo económico sectorial e inversiones inmobiliarias posteriores, favoreciendo en especial a los inversionistas que vieron esas señales en esa época.

CAPÍTULO 4: ENCUESTA A INVERSIONISTAS

4.1. INTRODUCCIÓN

Con el fin de llevar a cabo un desarrollo de un estudio descriptivo complementario al estudio anterior, es necesario su adecuado diseño, de tal forma que se determinen los objetivos y etapas del trabajo. Así pues, y a continuación, procedemos a explicar de qué manera se ha llevado a cabo este estudio descriptivo, que tal como lo dice su nombre, no pretende entregar otra cosa que información directamente desde los mismos inversionistas de la Bolsa de Comercio, con respecto a los factores que consideran cuando deciden, en general invertir en acciones, y en particular cuando deciden invertir en la sociedades que comprenden nuestro foco de estudio.

Para alcanzar este objetivo, se realizó una encuesta a 200 inversionistas que fueron divididos en 4 segmentos de acuerdo a los criterios que se detallarán más adelante. La encuesta no pretende ser un análisis estadístico ni matemático de la muestra, sino que siguiendo con su carácter descriptivo entregar luces que confirmen el sentido común que se ha confirmado con la investigación histórica anterior.

Se procederá entonces a distinguir cada una de las etapas de la encuesta, detallando la forma en que tiene lugar la recogida de la información y el proceso de selección de la muestra que componen los inversionistas que son objeto de estudio. Por último se analizan los resultados.

4.2. PLAN DE TRABAJO

El análisis empírico de la investigación es realizado a partir de la selección y análisis de una muestra de inversionistas, para lo cual, los datos son recogidos por medio de la realización de una encuesta, llevada a cabo a través de la entrega o envío de un cuestionario a cuatro diferentes perfiles de inversionistas. El objetivo de este análisis es el de encontrar los factores que son los más considerados por los inversionistas a la hora de invertir en acciones tanto en general como en el segmento analizado en particular (sociedades deportivo inmobiliarias) y comprobar si existe alguno relacionado con el valor intangible de dicha compañía. Para ello, hemos desarrollado nuestro trabajo en diferentes etapas.

Primero presentaremos el diseño y descripción del cuestionario utilizado en dicha encuesta (que fue a veces postal y otras veces

directa), el proceso de selección del universo inicial que se quería alcanzar y de la muestra final.

4.3. DISEÑO DEL CUESTIONARIO

Desarrollamos una encuesta (ver anexo N° 10) realizada a diferentes tipos de inversionistas, con el fin de conocer resultados tangibles recogidos de una muestra y comprobar si lo que concluimos en la serie de datos analizada anteriormente es correcto.

Se proporcionó a los inversionistas de la muestra, un cuestionario, cuya redacción está basada principalmente en aspectos teóricos y prácticos.

Concretamente, para la elaboración de las preguntas se revisaron elementos empleados en la literatura trabajos que analizan el tipo de variables son relevantes en la decisión de los inversionistas, no obstante también existen elementos de sentido común y en base a elementos prácticos que se observan a diario en las bolsas de comercio. La reiteración observada en el uso de algunos ítems, que sirvió para la creación de las preguntas nos garantiza en cierta medida su validez. Otras de las ventajas de la encuesta es que nos ayudará a fortalecer el resultado obtenido en el capítulo anterior.

La encuesta fue muy sencilla y constó de 10 preguntas básicas que serán analizadas de acuerdo a cada segmento en que se consultó (que se detallan más adelante) y principalmente, se busca constatar lo siguiente:

- a) Nivel de conocimiento del “Capital Intelectual” en los diferentes segmentos encuestados.
- b) Elementos relevantes al momento de invertir en acciones del segmento de interés.
- c) Horizonte de inversión
- d) Nivel de valorización del “Capital Intelectual” para el segmento de empresas analizado.

La encuesta desarrollada (ver anexo) fue solicitada a 240 individuos divididos en 4 diferentes segmentos, que invierten o han invertido normalmente en la bolsa de comercio chilena en el último año, con la idea de analizar las primeras 200 respuestas (que al menos fueran 50 de cada perfil de inversionistas). Esta encuesta, de características principalmente descriptiva, busca obtener un

resultado más exacto al analizar diferentes perfiles de inversionistas.

Los principales parámetros de la encuesta son los siguientes:

- a) Determinar que elementos se analizarían para la inversión en el grupo de empresas seleccionado.
- b) Detectar conocimiento e importancia dada, en general, al “Capital Intelectual” por cada perfil de inversionista
- c) Estimar la importancia relativa de otros factores en la inversión.
- d) Conocer horizonte de inversión por cada perfil de inversionista

Aunque las podríamos haber incrementado, pensamos que con un número más elevado de preguntas se corría el riesgo de ver mermado el número de respuestas efectivas. Además, con objeto de conseguir un elevado índice de respuestas nos hemos preocupado de lograr un cuidadoso diseño del cuestionario para el que son determinantes aspectos tales como la presentación, simplicidad y, especialmente, la brevedad.

4.4. SELECCIÓN DE LA MUESTRA

Ante el universo infinito de inversionistas que podría existir, se optó por elegir al azar una muestra inicial de 240 personas que hayan o inviertan en forma habitual en la Bolsa de Comercio, con el fin de obtener una muestra de los 200 primeros cuestionarios respondidos y recibidos y que cumplan con el criterio de que al menos 50 correspondan a uno de los cuatro segmentos de inversionistas predefinidos. Las personas a las cuales se les envió el cuestionario están dadas por la cercanía personal o personas conocidos, como asimismo a través de grupos de universitarios que estudian temas afines y que están recién invirtiendo en la Bolsa de Comercio.

Dado que existe un número prácticamente ilimitado de inversionistas con diferentes características, se acotó el universo a 4 sectores de interés claramente diferenciados por áreas de trabajo, que permitirá a partir de una sectorización inicial de los encuestados, obtener resultados más nítidos.

Se definieron 4 segmentos de interés a priori que fueron:

- a) Segmento 1 (S1): Estudiantes Universitarios.

Ya sea de áreas de administración o economía Este segmento fue elegido debido a que es interesante saber si en los estratos más jóvenes, de las carreras del área de administración y negocios, existiría un mayor conocimiento del “Capital Intelectual” que en inversionistas mayores. Debe mencionarse que este concepto debe tener aproximadamente unos 20 años de uso más extensivo en el mundo académico.

b) Segmento 2 (S2): Inversionistas No Especializados

Este segmento se refiere a cualquier persona natural que maneja parte de sus inversiones en la Bolsa de Comercio sin estar ligado a grupos económicos ni al sector financiero bursátil, pero que se encuentra normalmente bien informado acerca del acontecer económico y bursátil (normalmente a través de periódicos especializados)

c) Segmento 3 (S3): Inversionistas Especializados.

Que trabajan en el Sector Financiero- Bursátil o en empresas ligadas a agencias de corretaje bursátil, bancos, administradoras de fondos de pensiones, compañías de seguro u otro tipo de instituciones que invierten normalmente fondos de terceros y por cuyo trabajo perciben una remuneración.

d) Segmento 4 (S4): Inversionistas Esporádicos

Cualquier otro tipo de persona que invierte en la Bolsa en forma esporádica o en fondos mutuos accionarios, de corto o largo plazo, pero que lo hace sin mayores conocimientos económicos financieros y principalmente como una atractiva forma de inversión.

4.5. RECOLECCION DE DATOS Y METODOLOGIA

Una vez definido el cuestionario (Ver anexo N°7) se procedió, en el primer semestre del 2004, al envío de los 240 cuestionarios a contactos o personas conocidas, con el fin de utilizar en forma aleatoria solamente los primeros 50 cuestionarios por cada perfil predefinido que viniera correctamente contestado en forma anónima. Así, se obtuvo una respuesta paulatina de los 200 cuestionarios deseados (50 por cada perfil). Aquellos cuestionarios

que venían incompletos se eliminaron, aún cuando fue sólo un pequeño volumen (9 en total).

Debido a que la encuesta fue considerada desde su inicio sólo como un apoyo complementario a la evaluación histórica precedente, la metodología escogida fue solamente la descriptiva, es decir medir sólo en términos porcentuales los resultados para cada una de las preguntas realizadas.

La idea es también realizar un proceso de confirmación rápido y económico de lo que se ha obtenido y percibido a través de un análisis inicial.

4.6. RESULTADOS DE LA ENCUESTA

A continuación, se resumirán los resultados de cada pregunta y por cada perfil preestablecido, terminando en conclusiones generales y verificando el aporte para lo definido en el capítulo anterior.

Pregunta 1. ¿Qué tipo de Inversiones realiza usted en la Bolsa de Comercio?

En el segmento S1 las inversiones personales y puntuales fueron las mayoritarias con un 90%, mientras que los miembros encuestados del S2 se inclinaron principalmente por las inversiones personales y familiares con un 80%.

Los inversionistas profesionales del S3 principalmente tendieron a responder que hacían inversiones para terceros, mientras que los inversionistas esporádicos (S4) tendían a hacer inversiones puntuales.

Esta pregunta buscaba conocer si los perfiles de las personas encuestadas se encuadraban dentro de las características implícitas a cada segmento y en el caso que así no fuera, las desviaciones no fueran significativas, lo que se observó finalmente en los resultados.

Pregunta 2. ¿Cómo definiría Usted sus inversiones?

El segmento S1 fue el que mostró un menor porcentaje de respuesta ligado a un horizonte de largo plazo, con un 30%, ya que en los demás segmentos, el horizonte de inversión de largo plazo siempre tuvo porcentajes importantes.

El corto plazo fue relevante para el segmento de estudiantes (S1) y los inversionistas profesionales (S3) quienes también mercadean un número importante de acciones por motivos de especulación, aún

cuando el horizonte de más largo plazo es más relevante para inversionistas institucionales como las administradoras de fondo de pensiones por ejemplo.

No dejan de ser importantes las respuestas que indican que no existe un horizonte de inversión definido, en especial entre los estudiantes (S1) y aquellos inversionistas privados (S2).

Al parecer entre aquellos inversionistas esporádicos (S4), las inversiones se hacen no con un fin especulativo sino para una continuidad de ahorro de mayor plazo.

Pregunta 3. Ordene los factores siguientes (ver encuesta)

a) Evolución histórica del precio de la acción :

Esta opción fue la preferida para el segmento S2, es decir para aquellos inversionistas privados un poco más informados de lo normal y estuvo dentro de los 5 primeros lugares de los demás segmentos. Cabe mencionar que los estudios históricos de una acción siguen siendo un instrumento muy útil para evaluar que inversiones efectuar, además existe amplia información con respecto a series históricas de las diferentes acciones transadas.

b) Razón precio / utilidad:

Este es uno de los instrumentos más utilizados en la evaluación de una inversión, y en este caso es uno de los preferidos (segunda preferencia) entre los inversionistas privados (S2) y ocupa el sexto lugar entre los inversionistas esporádicos.

c) Razón precio / valor libro:

Este instrumento que ha sido sumamente importante en nuestro análisis del "Capital Intelectual" ocupa lugares intermedios en casi todos los segmentos a excepción del segmento estudiantil (S1) donde tiene un primordial segundo lugar, quizás comunicándonos que existe una mayor conciencia del valor de los intangibles dentro de las nuevas generaciones de estudiantes.

d) Índices Bursátiles (IPSA- IGPA):

En general estos instrumentos son utilizados en casi todos los segmentos para darse una idea de la evolución general de la bolsa en determinado instante. Se aprecia una menor importancia en el segmento S1 que puede deberse a una mayor propensión al riesgo aún cuando los ciclos globales no sean tan positivos.

e) Evolución Económica del país:

Información relevante para todos los segmentos y que ocupa lugares intermedios en la escala de preferencias.

f) Perspectivas de crecimiento de la acción:

Es un elemento muy relevante para los inversionistas más informados, ocupando lugares relevantes en las escalas de los 3 primeros segmentos. Se aprecia una menor valoración en el segmento S4 (inversores puntuales) quienes principalmente invierten con información o recomendaciones de terceros cercanos o expertos.

g) Calidad de los socios controladores:

Este es el segundo de los elementos ligados al “Capital Intelectual” que se pusieron en la encuesta (el primero fue el valor de mercado en relación al valor libro) y se aprecia una alta valoración entre los inversionistas mejor informados (segmentos S2 y S3).

h) Calidad de los administradores:

Tercer elemento ligado al CI, pero que no tuvo una alta preferencia entre todos los segmentos encuestados, lo que puede deberse principalmente a desconocimiento de las planillas de administración o gerentes de las empresas transadas.

i) Calidad de los clientes:

Cuarto elemento ligado al CI que tampoco tuvo una evaluación preferencial, quizás motivado por desconocimiento como por el hecho que gran parte de las principales empresas transadas tienen un carácter de cierto grado monopólico (servicios públicos) o de mercados muy atomizados (como los bancos).

j) Posicionamiento en el mercado:

Quinto elemento ligado al CI, que tuvo una valoración intermedia a excepción del segmento S3 (inversores profesionales) quienes valoran fuertemente esta fortaleza al momento de invertir.

k) Valor de sus activos fijos:

Esta opción no fue muy valorada a excepción del segmento S3 quienes tienen mayor acceso y utilizan continuamente los estados financieros de las compañías donde deciden invertir.

l) Calidad de su personal:

Sexto elemento incluido que está ligado a CI y que no tuvo demasiadas preferencias, implicando un nulo análisis o valoración de este elemento al evaluar las compañías.

m) Solidez de su posición financiera:

Este es un elemento de importancia para todos los segmentos, pero principalmente para los segmentos S1 y S3 quienes en teoría realizarían análisis financieros más intensivos.

n) Bajo nivel de competencia:

Es un elemento de nivel intermedio para todos los segmentos que muestra que si bien las empresas con menor competencia dan una mayor seguridad, no necesariamente serán las preferidas ante empresas altamente competitivas del mercado.

o) Evolución del sector en que se encuentra:

Es un factor importante ubicado dentro de los 10 primeros lugares en 3 de los 4 segmentos, pero se destaca la importancia que le da el segmento S3 que lo ubica en un sexto lugar implicando un análisis sectorial más exhaustivo que el resto de los segmentos entrevistados.

p) Liquidez de la acción (presencia bursátil):

Fue uno de los factores preferidos de los segmentos S3 y S4 que por distintos motivos consideran sumamente relevante la posibilidad de liquidar acciones en caso de apuro para el S4 y para hacer caja y tomar nuevas posiciones en el caso S3.

q) Prestigio de la compañía:

Esta opción es el séptimo elemento ligado al CI que está presente y que tuvo mucha importancia en todos los segmentos a excepción del S3, que recordemos es el grupo que evalúa las inversiones con mayor grado de información. En todo caso cabe destacar que los inversionistas más pequeños utilizan este elemento como una importante base al realizar su análisis, por lo que es un factor de importancia que deben resguardar las compañías.

r) Recomendaciones de expertos:

Esta opción fue muy elegida entre el segmento S2 y el segmento S4, lo que estaría de acuerdo al perfil de inversionistas que operan

mucho con información de terceros, ya sea a través de estudios puntuales o lectura de prensa especializada.

r) Recomendaciones de Amigos:

Esta opción fue la preferida por el segmento S4 que está de acuerdo de su perfil de inversionistas puntuales y fue la tercera preferencia del segmento S1, básicamente por el continuo flujo de información que circula entre los estudiantes.

s) Opinión Personal:

Si bien esta opción fue rechazada por los inversionistas más informados (segmentos S2 y S3) tuvo un lugar intermedio entre aquellos inversionistas puntuales y los estudiantes quienes a veces realizan apuestas algo más subjetivas que el resto de los segmentos entrevistados.

t) Otros sin especificar:

Normalmente esta opción fue calificada al final en todos los segmentos, indicando que gran parte de los factores que influyen en la evaluación ya se mencionaron en las demás opciones.

Pregunta 4. En una empresa de tipo industrial. Ponderar factores (ver)

Los resultados arrojaron resultados similares para todos los segmentos, los que dieron mayor valor a los bienes raíces y maquinarias en este tipo de empresa. También fue relativamente pareja la respuesta relacionada con la importancia de los clientes a excepción del S4. En menor importancia se consideró el capital humano a excepción del S3 que quizás mejor informado otorgó un 25% de importancia superando las demás apreciaciones. Finalmente la estructura jerárquica tuvo la menor ponderación en todos los segmentos.

Pregunta 5. En una empresa de carácter Deportivo y Social. Ponderar factores (ver)

En este caso la elección por los Bienes Raíces fue mayoritaria en todos los segmentos, lo que indica que la gente asocia este tipo de sociedades con bienes inmuebles, por lo que aprecia como fundamental el éxito en la gestión de este factor para la empresa.

Los socios (clientes) también fueron altamente evaluados como un factor importante, dejando al final la importancia del capital humano y la estructura jerárquica de las empresas para con este rubro.

Pregunta 6. En una empresa de Desarrollo tecnológico. Ponderar factores (ver)

En esta pregunta los resultados fueron aún mejores los que incluso alcanzaron un 60% en el segmento S1 y S3, a excepción del S4 que evaluó en forma pareja los 3 factores principales, lo que puede deberse a una asociación todavía fuerte de la tecnología con la infraestructura.

Debe destacarse el resultado del segmento S3 que otorgó una alta ponderación al capital humano en este tipo de industria y muy poco al activo fijo, indicando un mayor conocimiento al respecto.

Pregunta 7. En una sociedad de carácter deportivo y social ¿Esperaría que se desarrollaran negocios inmobiliarios a futuro?

En esta pregunta observamos en todos los segmentos una preferencia por las respuestas afirmativa (“Si”) y por la respuesta “Depende de la Empresa”, indicando como conclusión general, que atendiendo a las características de cada sociedad siempre es muy posible que dichas sociedades realicen negocios de tipo inmobiliario, aprovechando las valiosas propiedades que poseen y administran. Al respecto cabe mencionar el caso del Sporting Club de Viña que a mediados de la década de los ´90 estuvo realizando la gestión de negocios inmobiliarios con parte de sus terrenos, pero que nunca se concretaron, pero que afectaron positivamente los precios de sus acciones.

Pregunta 8. ¿Qué entiende por “Capital Intelectual”?

En esta pregunta casi fue unánime las preferencia al valor del capital humano en una empresa, principalmente notamos que el nombre “Capital Intelectual” está asociado a una característica humana y a menos que se haya estudiado en forma más detallada el tema, es muy probable que siga asociándose con el valor del capital humano principalmente.

Pregunta 9. ¿Qué opina de una empresa de carácter deportivo y social que se transa en la Bolsa?

Las respuestas en todos los segmentos se orientaron a la sensación de un mayor respaldo patrimonial y también fue importante la respuesta de que éstas no se diferencian de otras empresas. Los grupos S2 y S4 también le dieron importancia a las supuestas menores perspectivas de crecimiento y el grupo S4 apreció que podría haber una mejor administración en ese tipo de empresas.

Pregunta 10. ¿Qué opina de una empresa de carácter deportivo y social cuya acción aumenta su precio en forma acelerada?

En los todos los segmentos tuvo bastante importancia el factor acerca de posibles cambios en la propiedad, mientras que también hubo varias respuestas entre todos los segmentos relacionadas con buenas utilidades esperadas.

El tema de posibles negocios inmobiliarios fue también una de las respuestas preferidas de los segmentos S1 y S3 que quizás tienen una visión de estas empresas más ligada a su riqueza potencial de tipo inmobiliario más que lo relacionado a sus giros tradicionales como es la opinión de los segmentos S2 y S4.

4.7 CONCLUSIONES GENERALES DEL CAPÍTULO

En términos generales, podemos concluir lo siguiente:

- 1) Existe un desconocimiento prácticamente general (por lo menos en el concepto teórico) sobre lo que es el “Capital Intelectual”, el que es comúnmente asociado solamente con Capital Humano (que tal como hemos analizado en capítulos anteriores constituye solo una parte de la definición total).
- 2) No obstante este desconocimiento, en términos teóricos del “Capital Intelectual”, los inversionistas de cualquier tipo siempre perciben y valoran elementos intangibles de las empresas al momento de invertir.
- 3) El denominado por los inversionistas como “prestigio de la compañía” es un activo intangible altamente valorado por todos los perfiles.
- 4) El capital humano un activo intangible tremendamente valorado en aquellas empresas pertenecientes a la industria de los servicios.

- 5) El capital humano es más valorado aún cuando se evalúan empresas de desarrollo tecnológico, en especial, entre los inversionistas mejor informados.
- 6) Con respecto a las empresas ligadas al área deportivo y social (que son parte de la muestra estudiada): los inversionistas valoran mucho sus activos físicos ligados a bienes inmuebles y también a la calidad de sus socios (que constituye un activo intangible denominado Capital Relacional), existiendo también una pequeña valoración de elementos intangibles en las decisiones de inversión, no obstante el activo fijo sea muy importante en dichas evaluaciones.
- 7) Estas mismas sociedades son percibidas como empresas de mucho respaldo patrimonial, y que si bien deben ser analizadas como cualquier otra empresa, también son percibidas con pocas perspectivas de crecimiento potencial y que en general están bien administradas.
- 8) Si bien existiría cierta prudencia al evaluar eventuales aumentos importantes en los precios de las acciones de este tipo de sociedades, los inversionistas en general, si piensan que puede existir la posibilidad de que se produzcan futuros negocios inmobiliarios, por lo menos en algunas de ellas.

CAPÍTULO 5: RESUMEN Y CONCLUSIONES

5.1. RESUMEN

En estas páginas finales pretendemos ofrecer una breve panorámica de los distintos capítulos desarrollados, así como destacar las principales implicaciones y reflexiones emanadas de esta investigación.

El trabajo expuesto se inicia, en el capítulo 1, con una aproximación a la problemática actual ligada a la existencia del “Capital Intelectual”, una “Gestión del Conocimiento” y también a la problemática existente y de la cual todavía no existe (pese a los importantes avances realizados a nivel mundial) un instrumento normado y consensuado respecto a la necesidad de valorizar y contabilizar de alguna forma la riqueza intangibles de las organizaciones.

En el capítulo 2 se trata el tema del “Capital Intelectual”, la “Gestión del Conocimiento” y el tema del aprendizaje.

El tema del aprendizaje es tratado en forma general, tanto como un proceso individual, organizacional y de mercado, es decir este proceso de intercambio dinámico entre los stocks y los flujos de conocimiento, puede ocurrir a través de tres niveles en la organización: individual, organizativo y en el mercado.

El individuo, la organización y en general todos los mercados son sistemas de aprendizaje de varios niveles en el que, si bien el conocimiento tiene su origen en sus individuos, su condición de miembros de un mercado global motiva que no deban ser contemplados aisladamente, de esta forma los conocimientos son compartidos por medio de la interacción hasta llegar a trascender a las propias organizaciones. Así, la importancia de conocer como cada participante del mercado integra sus conocimientos con los demás corroborando de esta forma la existencia de un aprendizaje colectivo.

El mercado bursátil así como cualquier tipo de organización es un sistema de aprendizaje abierto y dinámico en el que las percepciones del entorno constituyen la razón inductora del funcionamiento de su sistema de fijación de precios al desencadenar los procesos de aprendizaje instigadores de la evolución y transformación del conocimiento. Por ello, el stock de conocimientos de los mercados sostienen la capacidad de aprendizaje de los mismos en función de la conjunción entre los dominios de conocimiento individuales (de cada uno de sus actores) y los compartidos, siendo ambas instancias esenciales para

provocar los necesarios ajustes de precios, para lo cual debe existir una correspondencia entre las exigencias de conocimiento y su disponibilidad dentro del mercado, tanto en tipo como en cantidad. Asimismo, la dinámica que mantiene el mercado bursátil con su entorno produce una secuencia de flujos de conocimiento que implica la coordinación, dentro del sistema, de la generación, la absorción, la difusión y la utilización del conocimiento, todo lo cual es necesario para establecer, adaptar y renovar los stocks de conocimiento que forman parte del sistema.

En los capítulos 3 y 4 se busca a través de dos investigaciones de tipo descriptivo (análisis de series históricas y una encuesta) ver como la parte teórica se traduce en resultados empíricos en relación a las acciones de la Bolsa de Comercio de Santiago en general y con respecto a una muestra de acciones, en particular.

5.2. CONTRASTES DE LA HIPÓTESIS

La única hipótesis de la investigación era la existencia de una valoración del mercado del “Capital Intelectual” de una muestra de las empresas componentes de la Bolsa de Comercio de Santiago, específicamente está conformada por acciones de carácter deportivo y social, que presentan una serie de características especiales en su estudio.

De acuerdo a los resultados obtenidos ya sea en el análisis histórico de razones precio/valor libro, “Q de Tobin” y en el estudio de mercado desarrollado con los diferentes tipos de inversionistas nacionales, se demostró que los diferentes tipos de inversionistas no valoran actualmente el “Capital Intelectual” existente en este tipo de empresas, ya que están actualmente valoración no es relevante en relación a la valoración que existía a fines de la década de los '80.

No obstante, de lo anterior, no puede deducirse que no sea útil para un potencial inversionista realizar un análisis previo complementario que intente valorizar el “Capital Intelectual” de cada una de las sociedades de la muestra (al análisis tradicional económico financiero) que permita obtener o proyectar un precio objetivo más exacto de una determinada acción, en especial considerando el fuerte capital relacional involucrado también en este tipo de sociedades.

5.3. CONCLUSIÓN GENERAL

En los últimos años ha aumentado el interés por los activos intangibles. Su identificación, medición y gestión es un tema de actualidad. Se considera importante reconocer y valorar estos activos invisibles porque agregan información a los tradicionales indicadores financieros que se utilizan tanto para la toma de decisiones como para demostrar a los posibles usuarios externos, su potencialidad.

A pesar de su indudable actualidad, muchas ideas claves del “Capital Intelectual” son tan antiguas como el registro de patentes y marcas, mientras que otras han evolucionado con el tiempo.

A principios de la década de los ‘90 quedó de manifiesto en el ámbito académico y contable que los procesos de valoración contables desarrollados hasta ese entonces no podían aplicarse a los activos intangibles, lo que dio pie a una serie de estudios y propuestas para medir dichos bienes.

También son numerosos los trabajos empíricos sobre activos intangibles, entre otros es importante señalar lo realizado inicialmente por la compañía de seguros sueca, Skandia, quien fue una de las primeras en estandarizar un modelo de “Capital Intelectual”.

La posibilidad de que las mediciones de “Capital Intelectual” puedan llegar a registrarse como cualquier activo ha llevado a instituciones públicas y Bolsas de Comercio a patrocinar simposios donde se abordan trabajos que explican la influencia de los activos intangibles en el valor bursátil de las empresas.

El objetivo de quienes hasta ahora se han dedicado a medir “Capital Intelectual”, buscan identificar su esencia para crear un valor de todas las actividades humanas en el trabajo y reflejarlo en un modelo. También buscan identificar donde está la capacidad de crear valor que no sólo les procure ventajas competitivas y les permita evolucionar a las empresas

Desde hace muchos años, estamos informándonos acerca de las investigaciones sobre el “Capital Intelectual” en otras partes del mundo, especialmente en las escuelas de administración y economía más avanzadas, tanto de Estados Unidos como de Europa.

Sin embargo, aparte del interés que tengamos en el asombroso valor que ha adquirido lo “intangible” a nivel mundial, también uno de nuestros objetivos fue estudiar que pasaba con Chile en este

aspecto, dado que existe muy poca información analítica de esta materia tanto de nuestro país como a nivel latinoamericano.

Desde este punto de partida, podemos decir que la semilla de este estudio trata del interés en conocer más acerca de nuestras propias apreciaciones del “Capital Intelectual” en particular o de los activos intangibles en general.

El título de esta tesis que es “*Valoración del “Capital Intelectual” de Sociedades Anónimas Chilenas de Carácter Deportivo y Social*” nos impuso el principal reto que era tratar de determinar bajo diferentes prismas si a través de un pedazo de la historia de nuestra principal plaza bursátil podríamos averiguar algo al respecto. También se nos despertó la necesidad de saber si en un breve estudio de mercado podríamos confirmar nuestros descubrimientos.

Iniciamos nuestro estudio con la lectura y descripción de las investigaciones a nivel mundial en el tema del “Capital Intelectual” y nos pudimos dar cuenta que no había al respecto en Latinoamérica que pudiera destacarse.

Decidimos continuar el reto, realizamos un análisis histórico de 20 años y un pequeño y breve, pero esclarecedor estudio de mercado donde en definitiva descubrimos cosas muy interesantes que podríamos resumir de la siguiente forma:

Efectivamente, los diferentes tipos de inversionistas nacionales valoran, ya sea positivamente o negativamente, el “Capital Intelectual” existente en las diferentes empresas que se transan en la Bolsa de Comercio, pese a la existencia de un mercado bursátil pequeño y poco desarrollado.

Existen elementos fundados que demuestran que debe realizarse un análisis previo del “Capital Intelectual” ligado al análisis tradicional económico financiero que permita obtener o proyectar un precio objetivo más exacto de una determinada acción de una empresa.

Efectivamente existen sectores de la economía que se ven menos favorecidos en relación a otros (como es el caso de nuestra muestra en la actualidad) con respecto a su valoración de “Capital Intelectual”, lo que puede deberse a sus bajos niveles de intensividad en el uso del conocimiento o de los activos tangibles, no obstante nuestra percepción es que cualquiera sea el tipo de industria siempre existe una valoración de sus intangibles (en mayor o menor grado) y que esta valoración tiene que ver con percepciones no siempre ligadas a los recursos humanos ni a la

estructura de las empresas, tal como pudimos apreciar en nuestra muestra, donde el capital relacional era el más importante.

5.4. IMPLICACIONES PARA LA DIRECCIÓN

Podemos esperar, que el éxito de las empresas ligadas al área que hemos elegido para la investigación, serán aquellas que incorporen en si mismas una visión permanente de valoración de su propio “Capital Intelectual” en forma complementaria a la gestión del importante activo físico que poseen.

No obstante el desconocimiento en términos teóricos en Chile del “Capital Intelectual”, los inversionistas perciben y valoran elementos intangibles de las empresas al momento de invertir, que en el caso de estas compañías (y tal como ya mencionamos) se refiere a su capital relacional que afecta a su vez al concepto intangible denominado “prestigio”, que obviamente es un activo intangible altamente valorado por los inversionistas.

Conforme a los resultados obtenidos, se pueden ofrecer algunas guías de acción interesantes, en general, dirigidas a mantener a las organizaciones incluidas en la muestra en un estado de mejora continua en el desarrollo de su capacidad de aprendizaje y, por ende, de su capacidad de realizar nuevos negocios, en especial de tipo inmobiliario, aún cuando dichos negocios sean complementarios a su actividad principal.

5.5. CONTRIBUCIONES Y LIMITACIONES

El trabajo presentado en esta tesis ha intentado entregar las siguientes contribuciones:

En primer lugar, se cuestiona un elemento de interés referido a si efectivamente existe y en qué grado, una valoración del “Capital Intelectual” por parte de los inversionistas al evaluar la inversión de un grupo especial de sociedades chilenas, que son poco intensivas en conocimiento y cuyos activos fijos son muy importantes tanto en lo que se refiere a su valor y plusvalía como en lo referido a que son condicionantes claves de la existencia de su giro principal.

La respuesta obtenida es que si existe, aunque es relativamente muy inferior actualmente al valor asignado a la empresa en base a la valoración de sus activos fijos.

En segundo término, se entrega un marco teórico con respecto al “Capital Intelectual”, la “Gestión del Conocimiento” y el aprendizaje. Aparte de los conocimientos existentes tradicionales en el tema y sus métodos de medición, se entrega un marco teórico para el tema del aprendizaje de mercado, que ha sido pocas veces mencionado en los estudios de aprendizaje, los cuales más bien hablan de aspectos individuales, grupales y organizacionales.

Posteriormente, se entrega información histórica de las relaciones entre el valor de mercado y los precios libro, que ha sido obtenida a través del análisis de un extenso intervalo de tiempo que fue crucial en el desarrollo económico financiero chileno. Esta información es contrastada en relación a la muestra con el indicador “Q de Tobin”, concluyéndose que lo que parecía ser una altísima valoración del “Capital Intelectual” en estas sociedades era solo un “espejismo” si se consideraba la valorización de los principales activos fijos de esas sociedades.

Finalmente, se entrega información de las opiniones de los potenciales inversionistas en este tipo de sociedades, detectándose que no solo existe una valoración de los activos fijos o de su potencial de crecimiento, sino que también de su capital relacional, pero en una magnitud muy inferior en relación a la valoración de los bienes tangibles de las mismas.

Las limitaciones de este estudio vienen dadas por la necesidad de realizar la investigación en otro tipo de sociedades ligadas a áreas distintas, que en muchos casos son altamente intensivas en conocimiento, como algunas empresas de tecnología o servicios. Esto permitiría definir posibles parámetros que posibilitaran la creación de modelos de inversión sectoriales que incluyeran la valoración del “Capital Intelectual” como una variable relevante. Otra limitación del estudio se refiere a que utiliza herramientas descriptivas que pueden no ser muy exactas al no poder entregar resultados estadísticamente significativos, pero que en todo caso entregan luces con respecto a los análisis previos dados por el sentido común y la investigación teórica existente.

5.6. FUTURAS LÍNEAS DE INVESTIGACIÓN

De acuerdo al estudio aquí realizado y a las conclusiones que hemos sacado quisiéramos presentar las siguientes propuestas concretas que pueden ser desarrolladas a partir de este trabajo:

- a) Utilizando el instrumento de la “Q de Tobin”, realizar un análisis ampliado del “Capital Intelectual” para otras sociedades que se transen en Bolsa y que sirva como una pauta de evaluación para cualquier tipo de compañía.
- b) Creación posterior de un modelo de investigación de mercado que permita cuantificar el “Capital Intelectual” de cualquier sector de la economía y de cualquier empresa que se solicite.
- c) Crear las herramientas numéricas y de análisis de variables no cuantitativas suficientes que se deriven o permitan concretar el modelo anterior.
- d) Creación de sistemas que permitan la clasificación de compañías en base a su “Capital Intelectual”, utilizando las herramientas desarrolladas en base a la propuesta anterior.
- e) Finalmente, se hace indispensable desarrollar modelos teóricos que permitan contribuir a la evaluación financiera para los diferentes perfiles de inversionistas.

6. BIBLIOGRAFIA

6.1 BIBLIOGRAFÍA EN INGLÉS

Argyris, C. (1994): Good Communication that Blocks Learning. Harvard Business Review, July / August, págs. 77- 85.

Beveridge, M., Gear, A.E. y Minkes, A.L. (1997): Organizational Learning and Strategic Decision Support. The Learning Organization, vol.4, n°5, págs. 217- 227.

Bontis, N., Dragonetti, N., Jacobsen, K. y 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, págs. 391- 402.

Brooking, A. (1996): Intellectual Capital. Core asset for the Third Millennium Enterprise. London: International Thomson Business Press.

Brown, J.S. y Duguid, P. (1991): Organizational Learning and Communities-of-practice: Toward a Unified View of Working, Learning and Innovation. Organization Science, vol.2, n°1, págs. 40- 57.

Booth, R. (1998). "The Measurement of intellectual capital". Management Accounting (British). Vol. 76 (10). Págs. 26-29.

Bradley, K. (1997). "Intellectual Capital and the New Wealth of Nations II". Business Strategy Review. Vol. 8 (4). Pp. 33-44.

Brown, T. (1998). "Ringing up intellectual capital". Management Review. Vol. 87(1). Pp. 47-52.

Choo, C.W. (1996). "The Knowledge Organization: How Organizations Use Information to Construct Meaning. Create Knowledge and make decisions". International Journal of Information Management. Vol. 16 (5). Pp. 329-340.

Cohen, W.M. y Levinthal, D.A. (1990): Absorptive Capacity: a New Perspective on Learning and Innovation. Administrative Science Quarterly, vol. 35, págs. 128 -152.

Cross, R., Israelit, S. (2000). Strategic learning in a Knowledge Economy. Individual, Collective, and Organizational learning Process. USA: Butterworth-Heinemann.

Davenport, T.H. y Prusak, L. (1998): Working Knowledge. How Organizations Manage What They Know. Harvard Business School Press. Boston, Massachusetts.

Dawson, R. (2000). Developing knowledge- Based client relationships. The future of professional services. Butterworth-Heinemann. USA

Demarest, M. (1997): Understanding Knowledge Management. Long Range Planning, vol.30, June, págs. 374- 384.

Edvinsson, L. (1997): Developing Intellectual Capital at Skandia. Long Range Planning, vol. 30, n°3, págs. 366- 373.

Finger, M. y Bürgin Brand, S. (1999): The Concept of the "Learning Organization" Applied to the Transformation of the Public Sector: Conceptual Contributions for Theory Development.

Garvin, G.A. (1993): Building a Learning Organization. Harvard Business Review, July /August, págs. 78- 91.

Gold, A.H., Malhotra, A. y Segars, A.H. (2001): Knowledge Management: An Organizational Capabilities Perspective. Journal of Management Information Systems, vol. 18, n°1, summer, págs. 185-214.

Grant, R.M. (1996): Toward a Knowledge-Based Theory of the Firm. Strategic Management Journal, vol.17 (winter special issue), págs. 109 -122.

Hall, R. (1992): The Strategic Analysis of Intangible Resources. Strategic Management Journal, vol. 13, págs. 135- 144.

Hamel, G., Prahalad, C.K. (1990). The Core Competence of the Organization, Harvard Business Review, May-June. 79- 91.

Handy, C. (1995): Trust and the Virtual Organization. Harvard Business Review, vol. 73, n°3, págs. 40- 50.

Hansen, M.T., Nohria, N. y Tiernet, T. (1999): What's Your Strategy for Managing Knowledge?. Harvard Business Review, March/April, págs. 106 - 116.

Hurley, R.F. y Hulf, T.M. (1998): Innovation, Market Orientation and Organizational Learning: An Integrating and Empirical Examination. Journal of Marketing, vol.62, págs. 42- 54.

Hurst, D.K., Rush, J.C. y White, R.E. (1996): Top Management Teams and Organizational Renewal. En Starkey, K. (ed.) How Organizations Learn, International Thompson Business Press.

Heinemann. Kaplan, R.S. y Norton, D.P. (1992): The Balance Scorecard-Measures that Drive Performance. Harvard Business Review, vol. 70, nº1, January/ February, págs. 71- 79.

Kaplan, R.S. y Norton, D.P. (1996): Using the Balanced Scorecard as a Strategic Management System. Harvard Business Review, vol. 74, nº1, págs. 75- 85.

Kaplan, R.S., Norton, D.P. (1997). "Why Does Business Need a Balanced Scorecard", Journal of Strategic Performance Measurement. February -March. Pages 5-11.

Kim, W.C. y Mauborne, R. (1997): Fair Processes: Managing in the Knowledge Economy. Harvard Business Review, July/ August, Págs.65-75.

Knight, D.J. (1999): Performance Measures for Increasing Intellectual Capital. Strategy & Leadership, vol. 27, nº7, págs. 22 - 27.

Leonard, D. y Sensiper, S. (1998): The Role of Tacit Knowledge in Group Innovation. California Management Review, vol.40,nº3, Spring, págs. 110 -132.

March, J.G. y Olsen, J.P. (1988): The Uncertainty of the Past: Organizational Learning under Ambiguity. En J.G. March (de.): Decisions in Organizations. Basil Blackwell. Oxford, England, págs. 335- 358.

Martin, J.M. (2000): Approaches to the measurement of the Impact of Knowledge Management Programmes. *Journal of Information Science*, vol.26, n°1, págs. 21- 27.

Marquardt, M.J. (1996): *Building the Learning Organization: A Systems Approach to C Improvement and Global Success*, McGraw-Hill, New York, 1996.

Myers, P.S. (1996): *Knowledge Management and Organizational Design (Resources f Knowledge-Based Economy)*, Butterworth-Heinemann, Boston, 1996.

Nevis, E.C., DiBella, A.J. y Gould, J.M. (1995): Understanding Organizations as Learning Systems. *Sloan Management Review*, vol.36,n°2, Winter, págs. 73 -85.

Nonaka, I. (1991): *The Knowledge Creating Company*. *Harvard Business Review*, November./December, págs.96-104.

Nonaka, I. (1999): *The Dynamics of Knowledge Creation*. En Ruggles, R. y Holthouse, D. (eds.): *The Knowledge Advantage*. Capstone, págs. 63- 88.

Nonaka, I. e Ichijo, K. (1997): *Creating Knowledge in the Process Organization*. En Walsh, J.P. y Huff, J.S. (1997) *Advances in Strategic Management*, vol. 14, págs. 45- 52.

Nonaka, I., Reinmoeller, P. y Senoo, D. (1998): *Management Focus; The "ART" of Knowledge: Systems to Capitalize on Market Knowledge*. *European Management Journal*, vol. 16, n°6, págs. 673 -684.

Prahalad, K.C., Hamel, G. (1990). "The Core Competence of the Corporation". *Harvard Business Review*. May - June. Pp. 79-91.

Pitt, M. y Clarke, K. (1999): *Competing on Competence: A Knowledge Perspective on the Management of Strategy Innovation*. *Technology Analysis & Strategic Management*, vol. 11, n°3, págs. 301- 316.

Quinn, B.J., Baruch, J.J., Zien, A.K. (1997). *Innovation Explosion: Using Intellect and software to revolutionize growth strategies*. New York: The Free Press.

Schein, E.H. (1996): Culture: The Missing Concept in Organizational Studies". *Administrative Science Quarterly*, vol. 41, págs. 229 -240.

Senge, P. (1996): *The Leader's New Work: Building Learning Organizations*. En Starkey, K. (ed.) *How Organizations Learn*, International Thompson Business Press.

Shrivastava, P.(1983): A Typology of Organizational Learning Systems. *Journal of Management Studies*, vol.20, n°1, págs. 7- 28.

Sveiby, K.E. (1997): *The New Organizational Wealth: Managing and Measuring Knowledge-Based Assets*. Berrett-Koehler: New York.

Teece, D.J. (1998): Capturing Value from Knowledge Assets. *California Management Review*, vol.40, n°3, spring, págs. 55 -79.

Ulrich, D., Jick, T. y von Glinow, M.A. (1993): High-Impact Learning: Building and Diffusing Learning Capability. *Organizational Dynamics*, autumn, págs. 52- 67.

Vera, D. y Crossan, M. (2000): *Organizational Learning, Knowledge Management, and Intellectual Capital: An Integrative Conceptual Model*. Working Paper.

Walsh, J.P. (1995): Managerial and Organizational Cognition: Notes from a Trip Down Memory Lane. *Organizational Science*, vol.6,n°3, May/June, págs.280-321.

Weick, K.E. y Roberts, K.H. (1993): Collective Mind in Organizations: Heedful Interrelating on Flight Decks. *Administrative Science Quarterly*, vol. 38, págs. 357 -381.

Wiig, K.M. (1997b): Integrating Intellectual Capital and Knowledge Management. *Long Range Planning*, vol. 30, June, págs. 399- 405.

6.2 BIBLIOGRAFÍA EN CASTELLANO

Acop, Cámara Nacional de Servicios Inmobiliarios A.G. Catastro de Precios del suelo Urbano, primer semestre de 2004. Boletín semestral.

Arteche, G., Rozas Wolfram. (1999). "Conocimiento estratégico: crear valor con la "Gestión del Conocimiento"". Harvard Deusto Business Review. Julio-Agosto. N. 91. Pp. 72-81.

Bolsa de Comercio de Santiago, Revistas Trimestrales 2003 y compendios de 15 años. Biblioteca.

Bolsa de Comercio de Santiago, Portal Informativo de Internet. Resumen Financiero de Sociedades 2003 y 2004. Biblioteca.

Brooking Annie. (1997). El "Capital Intelectual". El principal activo de las empresas del tercer milenio. España: Paidós.

Bueno, E., Morcillo, P. (1997). Dirección Estratégica por competencias básicas distintivas: Propuesta de un modelo. Madrid: Instituto Universitario de Administración de empresas. Documento IADE. N° 5. Madrid: UAM.

Bueno Campos, E. (1998): El Capital Intangible como Clave Estratégica de la Competencia Actual. Boletín de Estudios Económicos, vol. LIII. N° 164, págs. 207-229.

Bueno Campos, E., Rodríguez Jericó, P. y Salmador Sánchez, M.P. (1999): Experiencias en Medición del "Capital Intelectual" en España: El Modelo Intellect. Comunicación presentada al IX Congreso Nacional de ACEDE.

Bueno, E. (1999), "¿Por qué "Gestión del Conocimiento"?", Documento de Trabajo de verano "Capital Intelectual" y "Gestión del Conocimiento", San Lorenzo del Escorial (M

Bueno, Eduardo. (2002). Apuntes de Clase Dirección Estratégica Basada en el Conocimiento. Doctorado en Ciencias Empresariales. Santiago de Chile.

Cámara Chilena de la Construcción, Informe Semestral año 2004. "Evolución del Precio del suelo urbano y viviendas en Santiago".

Davenport, Thomas O, "Capital Humano: Creando ventajas competitivas a través de las personas". Editorial Gestión 2000. Septiembre 2000.

Davenport, Thomas, Jarvenpaa, L.S., Beers, C.M. (1997). "Mejora de los procesos del trabajo del conocimiento". Harvard Deusto Business Review. Marzo-Abril. N. 77. Pp. 4-24.

De Mulder, E. (2000), "El Valor Estratégico de la Gestión del Talento", Documento, Madrid, 22 de junio de 2000.

Doria, M.B. (2000), "El conocimiento como Recurso y Capacidad. Una Aproximación "Gestión del Conocimiento" como Ventaja Competitiva", Universidad de Valencia, Paper.

Duran, Juan José. 2001. Estrategia y Economía de la Empresa Multinacional. Ediciones Pirámide. Madrid. España.

Durán Juan José. 2003. Apuntes de Clase Economía y Estrategia de la empresa multinacional. Doctorado en Ciencias Empresariales. Santiago de Chile.

Edvinsson L., Malone M. S. (1999). El "Capital Intelectual". Cómo identificar y calcular el valor de los recursos intangibles de su empresa. España: Gestión 2000.

Espitia Manuel y Ramirez Marisa (2000). "El Impacto de la Estrategia de Diversificación de Producto e Internacional sobre los Resultados Corporativos de las Grandes Empresas Españolas" (Cuadernos de Economía de la Empresa N°5, páginas 111-131)

Fernández, E.; Montes, J.M.; Vázquez, C.J. (1998), "Los Recursos Intangibles en la Competitividad de la Empresa", Dirección y Organización, no 22, Septiembre.

Fernández Sánchez, E., Montes Peón, J.M. y Vázquez Ordás, C.J. (1998): Los Recursos Intangibles como Factores de Competitividad de la Empresa. Dirección y Organización, vol.20, septiembre.

Funes Cataño, Yolanda y Hernandez Garnica Cleotilde (2001), "Medición del Valor del Capital Intelectual", en Revista de Contaduría y Administración UNAM, N° 203, Octubre-Diciembre 2001

García, V.; Rodríguez, P.; Salmador, M.P. (1999), "Investigaciones sobre conocimiento, Aprendizaje y "Capital Intelectual"", en club Intelec, julio, no 3, Euroforum

Gómez López, Juan Carlos (2005). "El Capital Intelectual". Artículo publicado en Gestipolis.com.

González Álvarez, N., Nieto Antolín, M. y Muñoz Doyague, M.F. (2001): La "Gestión del Conocimiento" Como Base de la Innovación Tecnológica: El Estudio de un Caso. Revista Espacios, vol. 22, N° 3.

Jiménez, A. (1999), "Las Competencias y el "Capital Intelectual": La manera de personas en la Era del Conocimiento", Boletín club Intelec, abril, no 2, Euroforum.

Kaplan, R.S., Norton, D.P. "Evaluación de Resultados: algo más que números", Harvard Deusto Business Review. Mayo-Junio, 1993.

Kaplan Robert S., Norton David P. (1997). Cuadro de Mando Integral. España: Gestión 2000. (Título original: The Balanced Scorecard. XXX: Harvard Business School Press. 1996)

Leif, Edvinsson y Michael S. Malone (1998). "El Capital Intelectual". Editorial Norma.

López Sintas, J. (1996), "Los Recursos Intangibles en la Competitividad de las Empresas: Análisis desde la Teoría de los Recursos", Economía Industrial, no 307. enero-febrero.

Mantilla B. Samuel Alberto (1999). "Capital Intelectual & Contabilidad del Conocimiento". ECOE Ediciones.

Marshall, Ch, Prusak, L., Shpilberg, D. (1997). "Riesgo financiero y la necesidad de una mejor "Gestión del Conocimiento"" Harvard Deusto Business Review. Enero-Febrero. N. 76. Pp. 34-53.

Montes Peón, J.M., Pérez López, S. y Vázquez Ordás, C.M. (2002): El Aprendizaje Organizativo como Factor de Competitividad en la Empresa Española. XVI Congreso Nacional de AEDEM. Alicante.

Muñoz Seca, B.; Riverola, J. (1997), “Gestión del Conocimiento”, Biblioteca IESE d de Empresas, Universidad de Navarra, Folio, Barcelona.

Nekane Aramburu Goya, (2000). ESTE - Universidad de Deusto, Tesis Doctoral: “Un Estudio del Aprendizaje Organizativo desde la Perspectiva del Cambio: Implicaciones Estratégicas y Organizativas

Ordóñez de Pablos, P. y Rodríguez Pérez, J. M. (2003): “Gestión del Conocimiento” y competitividad empresarial: un análisis del capital humano”, Revista ICADE, No. 52,

Pablo Trivelli y Cia. (2003). Boletín del Mercado del Suelo Urbano para el Área Metropolitana. Boletín de Consultora.

Pricewaterhose Coopers Consulting (2001): Estudio sobre la Situación Actual y las Perspectivas de la Gestión de Conocimiento y del Capital Intelectual. España, 2001.

Pavez Salazar, Alejandro. (2000) “Modelo de implantación de “Gestión del Conocimiento” y Tecnologías de Información para la Generación de Ventajas Competitivas” Universidad Federico Santa María (Chile).

Portela, Paloma. (2000). “Gestión del Conocimiento” y Recursos Organizacionales”. Primer Simposio Internacional de “Gestión del Conocimiento”. Bogotá, Colombia.

Quinn, J.B., Anderson, P., Finkelstein, S. (1996). "La gestión del intelecto profesional: sacar el máximo de los mejores". Harvard Deusto Business Review. Noviembre-Diciembre. N. 75. Pp. 4-17.

Revilla, E. (1995), “Factores Determinantes del Aprendizaje Organizativo. Un IV Desarrollo de Productos”, Club Gestión de Calidad, Madrid.

Rivas Vergara, Carolina (2004) "Métodos para Identificar El Capital Intelectual". Informe Área de Negocios. Mes Agosto, Universidad Santo Tomás (Chile).

Roos, J. (1997). "“Capital Intelectual”: lo que se puede medir se puede gestionar". Harvard Deusto Business Review. Mayo -Junio. N. 78. Pp. 22-25.

Sveiby, Kart Eric 1997. "La Nueva Riqueza de las Empresas" Como medir y gestionar los activos intangibles para crear valor. Editorial Gestión 2000. Barcelona- España.

Senge, P. (1995). La Quinta Disciplina. Barcelona: Granica. (Título original: The Fifth Discipline. New York: Doubleday Publications).

Stewart, T.A. (1998). La Nueva Riqueza de las Organizaciones: El "Capital Intelectual". Buenos Aires: Granica.

Swieringa J., Wierdsma A. (1995). La organización que aprende. Estados Unidos: Addison Wesley Iberoamericana.

Ulrich, D. (1998). "Capital Intelectual = capacidad x compromiso". Harvard Deusto Business Review. N. Julio-Agosto. N. 86. Pp. 28-40.

Wolfe, Joe (2005) "¿Cómo Escribir una Tesis de Grado?" En Monografías. Com. Escuela de Física Universidad de Gales del Sur, Sydney, Australia.

ANEXOS

ANEXO 1

Relación Precio Bolsa/ Valor Libro ajustado

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
--	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Agropecuarias

	0,23	0,24	0,63	0,84	0,65	0,64	0,71	1,01	1,53	1,2	0,96	1,13	0,77	0,51	0,77	0,8	0,67	0,72	0,6	1,15
Anasac	0,06	0,42	1,11	0,74	0,56	0,37	0,23	0,56		0,59			0,86			0,64	0,47			
Peñón	0,13	0,08	0,19	0,23	0,37	0,52	0,45	0,99	0,74	0,76	0,93			0,32		0,35		0,36	0,18	
Iansagro													0,06	0,07	1,81	1,2			0,93	1,26
Siemel					0,47	0,61	0,73	0,85	0,76	0,52	0,62	1,16		0,55	0,35	0,94	0,61	0,99	0,84	0,95
Sofruco	0,36	0,29	0,56	0,56	0,66	0,49	0,47	0,52	0,57		0,48	0,5			0,48			0,81		
Sopraval										1,44	1	0,82		0,64	0,45	0,89	0,87		0,44	
Copefrut											0,38									
Viconto				3,03	3,25	2,42	2,54	3,82	4,04	2,69	2,32	2,02	1,39	0,99		0,78	0,71	0,73		1,23
Rupanco	0,28	0,26	1,82																	

Forestales

	0,4	1,11	0,52	0,52	1,04	1,21	0,99	1,65	2	1,42	1,25	1,65	1,31	0,72	0,37	0,67	0,59	0,66	0,86	1,12
Caranpangue	1,79	3,63	2,28	0,91	1,87	13,2	3,61	8,24											0,52	
Matelsa			0,43	0,75	0	0	0	0		0		2,51	1,79							
Colcura	0,12	0	0,27	0,36	1,35	1,42	1,05				0									
Fósforos	0,05	0,64	0,68	0,66	0,77	0,77	1,2	4,13	3,03	2,96	2,73	1,61	1,16	1,03	0,49	0,63	0,88	1,02	1,24	2,02
Itata									1,92	1,19	1,05	1,8	1,07	0,8	0,35	0,36	0,29	0,89	1,11	1,27
Terranova											1,1	0,9	0,62	0,59	0,23	0,57	0,36	0,39	0,47	0,52
Cholguán	0,27	0,26	0,64	0,67	0,65	0,42	0,62	1,27	1,06	1,54	1,36	1,45	1,07	0,63	0,43	1,13	0,82	0,48	0,61	0,65
Forestal	1,48	0											2,14	0,54	0,36					
Forestanac	0,15	0,71	1,6	0,93																

Mineras

	0,23	0,35	0,63	0,99	1,22	0,69	0,67	0,82	1,04	0,91	1,82	2,1	1,22	0,86	0,56	0,61	0,68	0,98	1,11	1,37
Carville						0	0,3	0,99				2,28				0				
Lo Valdés						0	0	1,01			0,84	1,05	0,81	0,53						
Aucanquil	1,22	0																		
Enacar	0,1	0	0	0	0,07	0,07	0,11	0,33	0,09	0,08	0,13	3,36	0	0	0	0	0	0	0	0
Mantos							1,15	1,43	1,09	0,79	1,39	1,27	0,75	0,5	0,31	0,58	0,75			
Merceditas	0	0	0	0	0	0	0	6,67												
Pucobre A								2,8	2,19	1,64	4,64	3,53	2,18	1,39	0,65	1,45	1,8	1,85	2,35	4,24
Pucobre C								2,67	1,84	1,49	2,96	3,13								
Pucobre D								0	2,18		4,72	3,29	2,17	1,47					1,76	
Puntalobos	0,18	0,13	0,23																	
Schwager			0	0,32	0,27	0,17	0,07	0,2	0,08	0,09	0,13	0				0,21	0,5			0,62
Soprocál	0,53	0,45	0,35	0,46	0,54	0,56	0,41	1,16	0,77	0,68	0,57		0,92			0,52				
SQM- A	0,35	0,66	1,38	1,85	2,11	0,88	0,53	0,4	0,68	1,03	1,2	2	1,68	1,38	1,03	1,04	0,74	0,9	0,73	1,13
SQM- B										1,3	1,27	1,98	1,89	1,52	1,08	1,01	0,66	0,72	0,66	1,11
Soquicom										1,6	2,16	1,46	0,98	0,39	0,44	0,58	0,49	0,64	0,71	1,09
Quimet				3,34	1,56															
Tocopilla	0	0	0	0	14,9	0,47	0,94	0,67	0,42	0,41		1,8	0,55	0,45	0,4					

Agr.y Mineras	0,27	0,4	0,62	0,88	1,07	0,77	0,72	0,93	1,52	1,18	1,34	1,62	1,1	0,7	0,57	0,69	0,65	0,79	0,86	1,21
----------------------	-------------	------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	------------	------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Alimenticias	0,51	0,53	0,78	0,63	1,05	2,03	1,5	1,33	3,14	1,84	1,76	2,14	1,28	0,92	0,66	0,7	0,47	0,46	0,48	0,93
Carozzi	0,68	0,65	0,62	0,65	0,6	0,54	0,46	1,25	2,69	2,75	1,87	1,99			0,78	0,78				0,7
Indus	0	0	0	2,33	2,03	1,06	0,91	2,31	11,4	1,08	1,56	3,94								
Nieto	0,76	0,61	0,83	0,68	1,05	1,25	0	0												
Chiprodal	1																			
Berries									1,52	0,75										
Ichisa									1,58		0,15									
Hucke	1,08	0	0	0,2																
Ipal	0,2	0	0	0	0	0,17	1,14				1,73		0,99	0,87	0,55		0,79		0,6	
lansa	0,02	0,03	0,26	0,3	1,11	3,35	2,25	1,35	0,96	1,87	3,92	2,61	1,67	1,03	0,57	0,64	0,32	0,54	0,26	0,32
Lechesur	0,2	0,14	0,16	0,22	0,26	0,35	0,36	2,09	3,45	4,27										
Lefersa	0,12	0,09	0,38	0,44	0,41	0,65	0,51	0,42		1,35	0,98	2,05	1,39							
Lucchetti	0,33	0,3	0,75	0,46	1,05	0,94	0,83	0,86	1,07	1,14	3,37	2,07	1,36	1,33	0,95	0,84	0,45	0,54	0,56	1,76
La Cartuja										1,92	0,86	0,84								
Jucosa									2,45	1,46	1,41	1,51	0,98	0,44	0,45	0,54	0,32	0,29	0,49	
Frutas	0,18	0,14																		
Soprole	1,05	0,77																		
Centenario				1,13																
Grob	0,13	0,06	0,05	0,14	0,16	0,37	0,24	0,34												

Cervezas, Bebida	0	0	0	0	3,28	4,28	2,98	4,84	4,21	6,7	3,96	4,22	2,86	3,17	2,26	2,87	2,13	1,87	1,7	3,03
Cervezas	0	0	0	0	6,53	8,15	4,02	5,44	3,97	5,93	4,13	3	1,92	2,77	1,75	2,88	1,99	1,83	1,57	3,69
Andina A	0,3	0,4	1,07	1,35	1,14	1,1	1,41	4,55	4,63	10,8	5,16	5,76	3,98	3,44	2,62	3,19	2,45	2,08	1,76	2,68
Andina B														3,29	2,41	2,55	1,96	1,69	1,76	2,73
Polar								0	4,03	3,39	2,6	3,89	2,69							
Nobis	0,7																			

Constructoras	0,12	0,11	0,04	0,07	0,09	0,09	0,4	0,98				2,87	3,97	1,72	0,8	1,25	0,69	0,7	0,71	0,68
Besalco												2,87	3,97	1,72	0,8	1,25	0,69	0,7	0,71	0,68
Cervantes	0,12	0,13	0,27	0,23	0,31	0,26	0,45	3,43												
Socoesa B			0,44	0,64	0,8	0,4	0	0												
Socore	0,18	0	0	0	0	0	0	0												

Papel y celulosa	0,4	0,61	1,09	0,97	0,87	1,13	1,3	1,57	1,01	0,85	1,41	1,27	0,62	0,5	0,32	0,56	0,46	0,57	0,66	0,88
Inforsa	0	0,81	1,96	1,71	0,98	0,96	0,78	1,08	0,56	0,62	0,89	1,26	0,59	0,47	0,25	0,54	0,45	0,76	0,59	0,63
Inforsa D			1,97																	
Infodema										1,68	1,42	0,36	0,34	0,25	0,31	0,19	0,19			
Infodema P										1,73										
CMPC	0,38	0,6	0,99	0,79	0,88	1,17	1,37	1,66	1,45	1,07	1,34	1,14	0,91	0,68	0,47	0,84	0,75	0,76	0,72	1,12
Profor				3,52	0,72	0,86														

Vestuario	0,28	0,23	0,19	0,21	0,23	0,23	0,24	0,49	0,54	0,44	0,39	0,35				0,73		0,09		
Victoria	0,28	0,23	0,19	0,21	0,23	0,23	0,24	0,49	0,54	0,44	0,39	0,35				0,73		0,09		
Manufacturas	0,66	0,82	1,3	1,16	1,77	2,19	3,16	3,67	3,16	3,04	2,15	2,05	1,63	1,01	0,84	1,07	1,07	1,74	2,2	3,83
Cristales	0,29	0,33	0,64	0,64	0,69	1,12	1,64	1,91	2,14	3,47	1,5	1,7	1,27	0,89	0,91	0,95	1,1	1,29	1,24	1,55
Enaex	0,01	0	0				0		4,12	4,25	4,62	4,35	2,51	1,68	2,07	2,34	3,49	3,48	3,71	
Fósforos	0,05	0,64	0,68	0,66	0,77	0,77	1,2	4,13	3,03	2,96	2,73	1,61	1,16	1,03	0,49	0,63	0,88	1,02	1,24	2,02
Bata										3,13	1,39	1,04	0,55	0,45	0,24	0,2	0,29	0,32		0,49
Coresa										1,78	1,26	1,96	1,13	0,56	0,37	0,28	0,28	0,35		
Rebrisa A										0,52	0,99	1,74	1,18	0,54	0,51	0,34			0,4	
Rebrisa B														0	0,57	0,45	0,37			0,42
Cadena										2,03	1,11	1,01	0,72	0,6	0,33		0,5	0,58	0,68	0,9
Cochrane													3,06	1,85	0,72	0,64		0,94	0,75	
Cic	0,25	0,18	0,44	0,26	0,38	1,02	0,84	1,39	1,85	1,87	2,11	2,38	1,25	0,77	0,43	0,58	0,62	1,06	2,88	14,8
CCT	1,01	1,24	2,05	1,73	3,08	3,88	4,56	5,91	5,6	4,94	3,54	3,32	3,43	2,48	2,79	4,13	4,34	5,79	5,45	6,81

Materiales Const.	0,61	0,62	0,8	0,87	1,15	1,29	1,35	3,02	2,34	2,97	4,05	3,81	2,16	1,29	0,81	0,94	0,94	0,88	0,73	1,26
Cordillera							0	1,66	2,37	1,45	1,14	0,91	0,66		0,68		0,82	0,95		1,65
Cementos	0,21	0,18	0,45	0,53	1,1	0,98	1,36	2,41	2,06	3,24	3,37	4,14	2,65	0,9	0,52	0,83	0,84	0,91	0,79	1,37
Melon	1,57	1,82	1,71	1,62	1,89	2,23	1,66	5,21	4,63	6,02	8,2	9,12	3,81	1,31	0,96	1,23	1,22	0,98	1,09	1,9
Princesa	0,54	0	0,5		0															
Tricolor	1,22	0,92	0,42							3,74	3,78	6,03	2,92	2,46	1,57	1,3	1,1	1,08		
Maderas	0,18	0,2	0,65	0,66	0,76	0,7	0,89	0,74	1,23	1,3	1,39	1,86	1,01	0,49	0,35	0,43	0,68			
Masisa	0,5	0,45	0,88	1,2	1,17	0,85	0,92	2,21	1,52	3,11	2,84	1,55	1,04	0,68	0,44	0,97	0,92	0,89	0,53	0,72
Pizarreño A	0,42	0,46	0,78	0,59	0,64	0,92	1,18	2,37	2,77	2,3	2,04	1,9	1,52	1,04	0,63	0,65	0,62	0,47	0,49	1,02
Zalaquett										3,75	2,97	1,98	1,86							0,49
Polpaico	0,47	0,25	0,19	0,32	1,06	1,11	1,76	3,81	3,26	3,12	4,21	5,95		1,2	0,71	0,88	1,31			1,7
Soquina	0,49	0,45	0,56	2,58	1,37	1,62	0,48	1,64	0,9	1,03										
Lirquén	0,27	0,3	1,03	0,92	0,89	2,49	1,65	1,35		2,32	1,43	2,04		0,97				0,88		
Volcán	0,83	0,92	1,64	1,6	1,27	1,61	2,56	4,68		4,25	13,2	6,45	4	2,52	1,39	1,23		0,91		

Metalmeccánicas	0,4	0,67	1,65	0,96	1,24	1,78	1,72	2,55	3,13	3,15	3,39	3,43	1,58	1,26	0,73	1,12	1,05	1,19	0,77	1,5
Cocesa							1,78	1,51		1,52	1,54			1,11						
Elecmetal	0,29	0,43	2,3	0,76	0,9	1,51	1,67	1,91	2,19	2,3	1,44	1,66	1,27	0,99	0,64	0,78	0,66	0,83	1,07	1,55
Envases	1,37	1,01	0,67	1,28	1,06	0,36	0,28	0												
GE Chile							0,82		1,23									0,8		0,85
Somela	0,21	0	0	0	0,41	0,99	1,02	5,07	4,54	5,92	8,04	8,03	2,21	2,42	1,32	1,72	2,25	2,83		2,45
Electromat	0,42	0,58	0,73	0,58	0,78	0,68	0,82													
CTI	0,78	0	0	2,22	1,91	3,15	2,41	4,44	4,26	5,43	4,28	3,41	1,21	1,09	0,62	1,14	0,96	1,1	1,14	1,49
Indugas	0,13	0,12	0,39	0,43	0,58	0,71	0,89	1,68	1,7	1,49	1,65	1,37	0,77	0,58	0,31	0,77	0,71			
Madeco	0,33	0,56	1,24	1,01	1,44	2,16	1,96	2,87	2,98	4,15	3,36	2,67	2,42	1,38	0,74	1,2	0,69	0,41	0,09	1,14

Metal. Básicas	0,09	0,15	0,16	0,22	0,41	0,54	0,49	0,53	0,79	1,77	3,63	2,44	1,98	1,18	0,72	0,78	0,62	0,78	0,77	1,45
-----------------------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Bancos	0,43	0,19	0,39	0,34	0,35	0,4	0,62	0,98	1,46	1,4	6,38	6,04	1,37	1,54	1,22	1,85	1,67	1,85	1,53	1,76
Bice	0,55	0,48	0,78	0,71	0,67	1,58	2,94	4,1	3,59							1,51				
Bicecorp B											1,79	1,26	0,88	0,73	0,59	0,62		1,09		
Osorno A						0	0	0			64,5	2,25								
Osorno F						0,33	0,63	0,69		0,62	4,3									
Continental	0,16	0,13	0,17	1,16	0,68	0,72	0,65	0,93		0,94	0,81									
Corpbanca																			1,99	2,2
Crédito	0,1	0,07	0,06	0,11	0,18	0,19	2,03	3,13	2,61	3,45	3,52	4,08	0,01	2,25	1,45	2,34	1,79	1,84	1,94	2,45
Credito B			0	0,43	0,46	0,55	2,17													
SM-Chile A		0,02	0,28	0,13	0,11	0,17	0,11	0,24	0,27	0,41	0,63	0,62	0,2	0,59	0,55	0,8	0,57	0,52	0,29	0,3
SM-Chile B		0,27	0,52	0,44	0,48	0,51	0,51	0,6	0,88	1,31	1,66	1,86	1,1	1,91	1,57	2,18	1,71	1,52	0,97	1,1
SM-Chile D													0	1,84	1,37	1,88	1,36	1,34	0,87	0,95
SM-Chile E													0	1,17	0,77	1,17	0,7	1,04	0,68	0,95
Chile											3,89	3,35								
Santiago A		0	0,24	0,26	0,17	0,2	0,07	0,27		0,42	1,54	1,22								
Santiago		0,21	0,44	0,31	0,29	0,35	0,49	1,05	0,92	1,05	1,6	1,62	0,88	2,07	1,53	2,55	2,26	2,92		
Santiago C											4,85	3,81	3,27							
Trabajo	0,1	0,1	0,16	0,13	0,34															
Edwards A	0,02	0,03	0,43	0,24	0,21	1,19	0,14	0,22		0,45	6,03	61,2	2,28	1,93	1,05	1,99	1,59	2,13		
Bsantander			0	1,51	1,83	1,88	1,38	1,05		1,12	1,28	1,48	2,66	0	2,31	3,06	2,64	3,39	3,32	2,85
Ohiggins A	1,08	0,63	0,5	0,21	0,3	0,6	2,27	1,96	1,36	5,37	2,17	2,62	2,52							
Sudamer A	0,16	0,18	0,41	0,35	0,22	0,48	0,68	0,6	0,56	0,82	2,07	2,24	1,91	1,47	0,56	0,8		1,74	1,58	
Sudamer B				0	0,49	0,82	0,94	0,96		0,79	1,45	2,15								
BBVACL	1,86	1,38	1,63	0,11	0,11	0,25	0,16	0,09				0,85	2,12	1,83	1,1	1,86	1,3	1,4	1,38	2,16

Bolsas de Valores	0,39	0,37	0,96	1,33	0,91	1,02	1,56	1,69				2,67									
Comercio	0,33	0,29	0,88	1,29	0,86	1,01	12,5	1,67				2,67									
Valores	0,9		2,13	1,75	1,47	1,05	1,02	2,02													

Soc. Financieras	0,66	0,7	0,6	0,49	0,34	0,25	0,16	0,12													
Financo	0,76	0,27	0,23	0,1	0,1	0,18															
Atlas	0,27																				
Fusa A	0,96	0,98	0,83	0,76	0,66	0,41	0,24	0,17													

Ind. Financiera	0,55	0,25	0,39	0,34	0,34	0,39	0,62	0,97	1,46	1,4	4,52	6,04	1,37	1,54	1,22	1,85	1,67	1,85	1,53	1,76
------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Clinicas	0,16	0,15	0,32	0,42	0,39	0,86	1,27	2,47	1,66	1,55	2,09	1,63	1,52	0,87	0,84	1,66	1,42	2,14	2,11	2,57
Inesmed	0,06		0	0	0	0	0	0												
Banmédica						0,9	1,37	2,76	2,63	2,67	3,33	2,61	2,41	1,38	1,06	2,58	1,42	2,14	2,11	3,08
IngSalud																				4,24
Indisa A	0	0	0,39	0,53	0,47	0,49	0,43	0,75	0,68	0,43	0,85	0,64	0,62							
Indisa B	0,18	0,19												0,35	0,62	0,74				0,39

Colegios	0,3	0,27	0,66	0,49	0,61	0,88	0,98	0,48	0,71	0,79						1,31				
Colcraig A						0	0	0,16												
Inglés	0,03	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01												
Grange A	0,4	0,4	1,4	0,58	0,88	0,98	1,01	1,02	0,98	0,79										
Grange B	0,4	0,4	0,91	0,75	0,88	1,24	1,36	0,66	0,98							1,31				

Comerc.y Distrib.	0,62	0,81	2,48	1,43	1,17	1,14	1,29	1,69	2,41	2,06	2,5	1,92	2,38	2,88	1,31	1,87	1,59	1,38	1,4	2,02
Cicoma	0,32	0,66																		
Cidef	1,11	0,96	0,81	0,02																
Comercic	0,1	0,1	0,23	0,22	0,88															
Falabella													3,82	3,89	1,56	3,57	2,82	2,61	2,33	4,02
Parauco								1,69	1,56	1,25	1,18	1,05	1,3	0,96	1,19	0,89	0,67	0,59	0,91	
Fasa													6,03	2,3	2,15	1,8	2,55	2,68	4,25	
DresdParis																		0,72		
Detroit													3,22	3,37	2,72	3,05	3,49	3,14	2,61	2,76
DuncanFox												1	0,78	0,55	0,27	0,28	0,27	0,19	0,38	0,74
D&S													5,12	8,51	2,03	3,9	3,75	2,85	2,21	3,21
Copec	0,6	0,71	1,61	1,4	1,07	1,08	1,27	1,66	1,67	1,45	2,98	1,81	1,39	1,16	0,7	1,47	1,09	1,21	1,22	1,97
Agricultor	0,14	0	0	0	0	0	0	0												
Sta Isa P									0,97											
Sta Isabel									3,04	3,7	3,25	2,61	1,88	1,09	2,06	1,82	1,3	1,62		
Video									3,27	2,74	0,47									
Quintec													2,23	1,49	0,45	0,47	0,27	0,46	0,41	0,58
Ferosor	0,16	0	0	0	0	1,2														
Zofri							1,92	2,07	2,2	4,07	3,71	2,69	2,88	1,94	1,92	0,68	0,39	0,6	0,88	
Sabimet	0,17	0,47	0,26	0,44	0,35	0,58	0,51	1,24			1,13									
Tattersall	4	0	0	32	23,5	13,3	7,5	7,14	4,2	1,92	1,6	1,99	0,87	0,67	0,44	0,51	0,63	0,5	0,72	0,86

Deportes e Hípicas	0,55	0,55	0,9	1,1	1,17	0,05	1,19	1,74	28,9	24,1	22,6	12	29,2	37,4	23,1	31	21,5	25,7	20,5	21,3
Golf	27,9	21,82	26,6	44,4	53,5	45,5	68,3	99,3	126	92,6	105		107	148	117	114	112	103	88,6	94,2
Polo	2,44	5,14	6,85	7,96	8,12	9,51	8,08	16,4	37,3	27,6	30,6	48	56,5	99,9	50,4	40,5	25,8	31,3	39,4	32,9
Country	0,06	0,12	0,19	0,11	0,11	0,15	0,08	0,12	0,17	0,22	0,13	0,16	0,28	0,49	0,46		0,37			
Granadilla	0,47	0,27	0,29	0,29	0,41	0	0,48	1,48	2,93	2,2	1,32	1,89	3,64	2,79	2,82				1,46	1,65
Hípico	0,52	0,47	0,84	0,82	0,85	0,69	0,7	1,25	1,47	1,43	1,68	1,33	1,15	1,54	1,09	1,07	1,12	1,38	0,93	1
Hipodromo A	0,59	0,54	0,53	0,77	0,63	0,68	0,57	0,63			1,67	1,74		1,12	1,05		1,01	1,01	0,7	0,78
Hipodromo B	4,83	7,97	13,8	10,7	11,2	7,96	8,59	13,1	33,9			15,1	12,1		10,5	9,18	6,58			
Manquehue	0,32	0,29																		
Sportfran	1,98	0	0	0	8,9	7,15	7,04	10		20,3	18,5	15,5	23,5	44,1	23,8	20,7	24,7	16,5	11,5	17,8
Sporting	0,09	0,13	0,2	0,28	0,44	0,3	0,26	0,44	0,99					1,53	1,18	0,92	0,9	1,03	0,85	0,72

Inmobiliarias	0,57	0,47	0,78	0,71	0,69	0,74	0,64	1,2	2,64	6,93	6,13	7,36	9,81	27,3	7,58	8,3	9,53	6,25	5,96	10,4
Casitalia	0,21	0	0	0																
Craighouse	0,05	0,9	0,07	0,06	0,05	0,08	0,06	0,15												
Esperanza							4,49	1,09												
Clubunion	0,86	1,07	2,04	1,77	1,95	2,03	2,35	5,75	3,42	3,93	7,3	4,6	4,31	2,97	2,47	2,93	2,7	2,22	1,9	
Dehesa	0,94	0	0	0	0	0	0	0												
Estacionam	66,8	36,84	10,4	8,6	8,22	8,01	6,36	4,85					59,7							
Ipa	0,02	0	0	0	0	0	0	0												
Oldboys	3,26	0	0	0	0	0	0	0												
Phoenix	0,76	0	0	0	0	0	0	0												
Clubcampo															3,05					2,96
Staditalia	1,67	0	0	0	0	0	0	0												
Sportfran	1,98	0	0	0	8,9	7,15	7,04	10		20,3	18,5	15,5	23,5	44,1	23,8	20,7	24,7	16,5	11,5	17,8
Temuco	0,16	0	0	0																
Inmobiviña	0,06	0,03	0,04	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02												
Rentas							0,99	0,81			1,52									
Patrimonio								24,1												
Inmurbana	0,56	0,52	0,9	0,88	0,82	1,04	0,99	1,95	1,86	1,66	1,59	1,95	1,59		1,03	1,27	1,2	0	4,47	
Unimarc	0,95		0,79	0,62	0,49	0,36	0,25	0,8		1,8	1,72			2,38						

Inversiones	0,44	0,46	0,77	0,76	0,73	0,93	1,1	1,43	1,84	2,2	2,96	3,13	1,91	1,46	0,84	0,96	1,06	0,96	0,83	1,09
Campos					0	4,54	2,15	1,26	0,79	1,26	2,98	2,2	1,07	0,66	0,39	0,42	0,22	0,31	0,15	0,2
Habitat	2,2	0,98	0,83	1,83	1,32	1,19	2,12	3,97	2,08	1,89	2,26	2,44	1,94	1,54	1,36	2,1	2,28	3,34	2,88	3,35
Calichera A				0	0	0,2	0,19	0,27	0,66	1,31	1,78	1,25	0,72	0,31	0,39	0,49	0,41	0,53	0,72	
Calichera B													0,72	0,35	0,31	0,43	0,43	0,44	0,68	
CB Capital													0,33	0,11	0,22		0,14	0,18	0,14	
Las Condes															0,73	0,78				
Invenova																0,67	1,62	1,39	0,86	
CB Inverin													0,47	0,19	0,2		0,09	0,19	0,12	
CB TI													0,54	0,19	0,13		0,09	0,16	0,1	
CBI											2,32	0,94	0,71	0,25	0,1		0,08	0,13	0,18	
CEM																	0,65	0,88	0,76	
Ahorronac	0,05	0	0	0																
Cristobal	0,28																			
Invercap										1,37	1,39	0,63	0,75	0,56	0,43	0,39	0,19	0,16	0,48	
Concordia	2,89	0,93	0,79																	

Provida	1,04	0,72	0,57	0,93	0,71	1,26	2,03	3,68	2,36	2,33	4,31	4,12	2,7	2,62	2,2	1,86	2,01	2,01	2,25	2,18
Coia	1,2	0																		
Penta													4,85	5,21	1,66	5,8	5,76			
Proteccion							4	7,31	4,37	4,5	8,59	6,86	5,08	4,29	3,84					
Invierta	1,55	0,01	0,02	0,12	0,1	0,05	0,25	0,41												
Santana										4,63					0,65		0,82			0,45
Summa	0	0	0,98																	
Cuprum	0,63	0,32	0,7	0,99	0,53	0,63	2,12	8,11	3,56	3,2	5,16	5,43	5,47	5,43	2,79	3,57	3,93	4,49	3,88	4,34
Inviespa				0	0,69	0,92	1,13	3,16	3,23											
Indiver	0,86	0,7	0,96	0,69	0,61	0,67	1,14	1,86	1,55	1,74	2,32	2,4	1,77	1,73	1,86	1,74	1,69	1,24	1,16	1,14
Planvital	1,11	1,81	1,29	0,81	0,49	0,4	0,59	2,18												
Capitalisa	0,74	0,57	0,49	0,41																
Copiapó	1,08	0	0	0	0	0	0	0												
Norte grande									0,52	0,77	0,84	4,24	1,35	0,77	0,28	0,29	0,43	0,39	0,45	0,59
Almendral										8,26	10,1	6,1	3,52	2,94	1,35	1,69		1,02	1,08	0,81
Detsa	0,87	0,91																		
Renturbana																		1,12	0,96	0,82
Tricahue									4,08	2,99	9,45	4,7	1,77	2	0,59	1,09	0,65	0,77	1,27	1,51
Colina			0	0,96	0,75	0,61	0,88	1,51	1,89		1,32	6,21		0,59	0,72	0,73	0,83	0,94	0,5	0,55
Huasco	0,12	0	0	0	0	0	0	0												
Hispania											1,16									
Navarino							1,08	1,15	1,09	0,6	0,56	0,8	0,55	0,46	0,36	0,35	0,33	0,31	0,3	0,96
Quemchi									1	0,68	0,59	0,91	0,69	0,54	0,4	0,42		0,41	0,36	1,17
Española	0,21	0,36	0,28	0,18	0,33	0,55	0,64	0,8							0,74	0,72	1,08	1,05		1,01
Indomar A						0,75	0,89	1,03	0,73	0,55	1,2									
Oro Blanco								0,43	2,03	0,36	0,62	3,91	1,06	0,76	0,31	0,34	0,37	0,3	0,42	
Pacifico						0,6	1,07	2,65	1,78	2,06	3,21	1,18	1,27	0,94	0,63	0,79	0,83	1,06		2,19
Covadonga							0	0	1,68				1,64					1,96		
Froward							1,47			0			1,35		0,29	0,32	0,38	0,75	0,75	0,94
Sipsa				1,1	0,97	1,4	0,87	1,36	0,78	0,77	0,97	2,33	0,64	0,43	0,25	0,31	0,22	0,19	0,34	0,71
Marinsa	0,23	0,53	0,88	0,8	0,79	1,28	1,48	1,85	1,78	1,13	0,87	1,07	0,8	0,61	0,56	0,45	0,53	0,44	0,31	1,04
Minera	0,32	0,36	0,79	0,65	0,71	0,92	1,34	1,48	1,38	1,21	1,32	1,39	1,08	0,77	0,58	0,59	0,63	0,64	0,67	1,14
Naciorenta	0,23	0,18	0,15	0,13	0,14															
Pasur	0,3	0,41	0,74	0,63	0,66	0,78	1,04	1,36	1,03	0,82	0,81	1,04	0,81	0,61	0,43	0,49	0,54	0,57	0,65	0,89
Union AFP				5	3,89															
Santa Maria		0	0	0,95	0,84	1,19	1,81	3,38	1,62	1,98	2,56	2,46	1,42	0,88	1,24	1,35	0	2,74		2,75
Epemar A						0,82	0,86	1	0,74	0,55	1,3									
Luz A						0,75	2,56	6,56	3,79	3,3	3,8	3,55	2,35	3,07	0					
Luz yza A										8,87	10,9	6,3	3,62	2,98	1,35	1,77				
Lascar							0	0			0			0,44		0,19				

Marit.y navieras

Interocean	0,21	0,46	0,79	0,71	0,93	1,21	1,8	2,64	2,66	2,22	1,41	0,95	0,89	0,68	0,47	0,62	0,48	0,48	0,43	1,05
Naviera	0,13	0,45	0,35	0,32	0,37	0,47	1,26		2,16			1,06	0,64	0,56	0,45		0,2	0,19	0,12	0,22
Agunsa									2,9	2,11	1,23	0,01	0,6	0,54	0,36	0,28	0,21	0,22	0,24	0,65
Coronel	0,16	0,13	0,11	0,09	0,24	0,28						1,15	0,83			0,94	0,78	0,76	0,7	1,8
Vapores	0,25	0,53	0,97	0,85	1,12	1,45	1,92	2,64	2,93	2,32	1,59	1,58	1,47	0,93	0,6	0,63	0,74	0,74	0,65	1,54

Seguros

Cajarease	0,72	0,55	0,78	0,98	0,65	0,71	1,35	2,89	2,94	4,58	7,64	3,88	2,47	1,92	11,6	3,64	1,86	1,74	0,92	0,67
Generales	0,66	0,49	0,62	0,68	0,57	0,62	1,09	1,87	1,69											
Vida	1,73	1,72	0,5	0,3	0,82	0,72	0,82	1,19												
Consogral	1,31	1,52	1,47	1,99	0,86	0,82	1,9	3,77	2,7	1,98				1,14						
Previsión	0,23	0,13	0,45	0,47	0,47	0,5	0,64	0,76	0,58	0,66	1,4	1,66	1,67					0,84		0,67
Cruzblanca			0,07	0,04	0,05	0,59	1,36	7,14	4,53	2,52	3,36	2,94	1,97					0,83	1,25	
Cruzsalud									5,76	18,9	5,57	3,48	1,25	1,04		3,64	2,29	4,35		
Cruzsalud P											20,1	5,29	4,4	2,49	11,6					
Consovida	0,55										21,1									
Previda	0,15	0,1																		
Pregral	0,3	0,24	0,18	0,13	0,12	0,41	0,51	2,42	2,36	2,41	3,69	6,08					1,42		0,46	
Seg. Espa	0,12	0,19	0,13	1,1	0,14	0,33	0,58	1,3												
Ohigginsre	1,18	0,86	1,53																	
Italia	0,24	0,22	0,18	0,27	0,3															
Isegrales					1,43	0,94	0,72													
Isevida					0	1,35	0,96	2,12												
Unespa	0,6	0,46	0,65	0,62	0,51	0,6	1,07	1,88		1,06	1,37	3,84	3,07	2,99				0,93	1,05	

Serv. Publicos

Gener

Chilmetro	0,34	0,35	0,5	0,55	0,48	0,58	0,81	1,98	2,33	3,45	3,76	4,69	2,37	2,3	1,5	1,78	1,68	1,78	1,62	1,99
Aguas A	0,11	0,23	0,22	0,22	0,2	0,33	0,39	0,89	1,03	1,49	1,67	1,48	1,15	1,19	0,81	0,86	0,95	0,85	0,35	0,71
Enersis	0,19	0,39	0,43	0,53														2,57	1,85	3,35
Emos					0,49	0,95	1,76	5,09	3,52	3,68	3,71	3,25	2,4	2,34	2,12	2,25	1,63	1,23	0,39	1,02
Chilquinta					0	0,46	1,88	1,58	1,73	5,06	4,55	2,78	2,41	1,96	1,77	1,42				
Chilectra	0,19	0,29	0,41	0,5	0,56	0,83	2,12	3,13	3,42	3,67	2,55	2,28	1,54	1,28	0,83	1,16	2,47			
Ctc Mundo	0,41	0,57		0	0,54	0,89	1,46	3,15	2,2	3,98	3,84	3,52	3,22	4,12	2,91	2,54	1,87	1,64	1,26	1,72
Chispados A										1,43	3,7	3,46	2,61	1,9	2,11	2,1	2,56	2,11	1,37	
Chispauno A										9,37	10,3	5,89	3,3	2,82	1,3	1,63				
CGE										8,67	9,68	5,8	3,15	2,46	1,25	1,59				
Colbún	0,38	0,51	0,77	0,66	0,88	1,02	1,58	2,21	6,73	2,62	3,2	3,02	3,04	2,54	1,87	2,33	2,43	2,7	2,38	2,56
Essbio B			0	0,84	0,7	0,45	0,48	1,33	0,72	0,73	1,14	1,05	0,6	0,63	0,4	0,56	0,52	0,75	0,85	1,26
Euroolz A															0,74	0,91				
Chilesat										1,11										
Enerquinta														2,83	3,5	2,04				2,05
Esvat							0	0	0,7	5,76	8,11	5,29	2,81	1,99	0,27	0,89	1,61	1,14	1,06	
Edelnor		0	0,18	0,19	0,15	0,25	0,66	0,75	0,55	0,7	1,02	0,96	0,28	0,22	0,16	0,11	0,08	0,06	0,1	0,36
Litoral	0,37	0,3	0,29	0,27	0,36	0,55	0,52	0,7	1,85				2,48		0,98	0,81	0,94	0,93		1,58
Elecda					0,65	1,28	1,66	1,58	1,76	3,38	2,84	1,78	2,29	2,12	2,33	2,08	3,26	2,69	2,91	
Endesa	0,42	0,53	0,65	0,44	0,32	0,39	0,47	1,4	1,52	1,93	2,88	2,41	1,55	1,67	1,09	1,74	1,46	1,34	0,97	1,32
Endesa B	0,23																			
Entel	0,23	0,97	1,68	1,75	1,54	2,01	2,17	5,1	2,44	4,46	2,8	2,62	1,25	0,72	0,3	1,74	2,42	1,88	1,41	1,48
Pilmaiquen	0	0	0	0	0	2,01	4,25	3,96	1,73	2,46	4,29	3,61	2,37	2,21	0,93	3,47	0,82	0,86	0,77	0,73
Pullinque	0,06	0	0	0																
Columbo												47,1								
Pehuenche			0	0	0	0	0	2,6	1,72	2,11	3,88	2,82	1,48	1,32	0,65	1,06	0,79	1,1	1,6	2,01
Rio Maipo					1,38	2,21	5,38	3,98	6,44	8,67	7,18	4,9	6,15	3,83	4,72	4,37	4,26	4,05	4,07	
Emelat		0	0	0	0,61	0,72	1,77	3,07	2,8	2,84	4,3	3,68	1,97	2,6	2,33		1,84	2,3	1,9	2,06
Edelmag		0	0	0	0,26	0,26	0,46	1,24	1,31	1,74	2,55	3,13	1,88	1,83	2,07	3,09	2,67	3,54	3,89	5,79
Emel		0	0	0,33	0,45	0,78	1,76	2,95	3,15	2,8	4,07	4,86	3,73	1,64	1,27		0,83	0,89	0,9	1,02
Emec		0	0	0,81	0,78	0,85	1,93	3,28	2,55	3,92	7,68	5,66	2,34	2,33	1,87	4,49				
Gas Conce	0,22	0,14	0,18	0,22	0,09	0,05														
Gasco	0,28	0,36	0,67	0,54	0,6	0,81	1,46	2,01	2,32	3,02	4,04	3,03	2,39	1,7	1,28	1,76	2,18	2,43	2,25	2,55
Gas Valpo	0,08	0,08	0,07	0,99																
Lan					0,81	0,75	0,82	1,21		0,76	3,69	3,32	6,3	1,29	1,92	1,74	1,52	1,22	3,39	
Emelari					0,82	1,08	1,86	2,04	1,92	3,49	2,94	2,25	2,43	2,38	2,21	1,84	2,57	2,01	2,26	
Eliqsa					0,75	1,4	2,11	2,09	2,7	4,71	3,32	2,54	3,37	2,36	2,4	2,36	4,17	3,54	3,44	
Indpolp	0,78	0,37	0,37	0,95	1,01	1,34														
Ladeco			0,67	0,92	0,76	0,67	0,5													
Puerto	0,77	0,6	1,26	1,29	1,32	1,84	2,2	2,62	3,47	2,3	3,41	3,06	2,33	0,94		0,93	0,99	0,97	1,26	1,48
Tatio	0	0																		
Saesa	0,17	0,3	0,3	0,42	0,47	0,9	1,16	2,47		2,73	3,25			2,37	1,92	1,48	1,97			
Puchoco					1,7	2,26	8,75	2,12	2,03	2,15	1,55	0,93								
Ventanas							1,64	1,87	2,49	1,76	1,16	1,19	1,02	0,72	1,29	1,04	1,19	1,27	1,35	
Telex B		0								10,1	3,63	3,44	1,57	1,34	0,69	1,17	1,16	0	2	
CTC A	0,85	0,41	0,74	0,92	0,79	0,86	1,04	2,23	3,04	4,59	2,77	2,52	2,64	3,39	1,82	1,75	1,44	1,68	1,28	1,73
CTC B	0,27	0,41			0,8	0,86	1,01	2,18	2,54	3,69	2,54	2,32	2,41	2	1,19	1,14	1,13	1,19	0,95	1,55
Telsur	0,29	0,27	0,33	0,37	0,57	0,85	1,05	2,1	3,21	7,08	4,36	2,82	1,98	1,42	1,14	1,24	1,12	1,45	1,14	1,42
Telcoy	0	0	0	0	0,22	0,61	0,49	1,26	1,67	3,22	3,52		2,83	2,41			1,33		1,4	

Turis.y Hoteles	0,27	0,31	0,48	0,58	0,52	0,5	0,66	0,84	0,54	0,55		0,76	0,5	0,65	0,3	0,4		0,37	0,51	0,48
Andacor	0,59	0,69	0,36	0,23	0,47	0,54	1,01	0,86												
Atsa	0,68	0,59	0,55	0,48	0,84	0,71	0,57	0,46												
Turbio	0,22	0,32	0,75	0,75																
Carrera					0,32	0,28	0,57	0,64	0,43	0,37		0,39	0,36		0,3					
Hornos	0,24	0,2	0,33	0,59	0,63	3,37	0,54	0,72	0,65	0,73		1,13	0,63	0,65		0,4		0,37	0,51	0,48
Mifesa	0,78	0,7																		
Servicios Varios	0,37	0,39	0,7	0,71	0,63	0,67	0,97	1,77	4,66	4,84	6,14	4,03	5,24	8,38	5,28	5,58	4,89	4,54	3,81	4,61
Total general	0,36	0,39	0,68	0,7	0,7	0,78	1	1,68	2,52	2,48	3,61	3,49	2,41	2,99	2	2,32	2,06	2,04	1,81	2,34

ANEXO 2

Comparación Relación Precio Bolsa/ Valor Libro ajustado Vs.

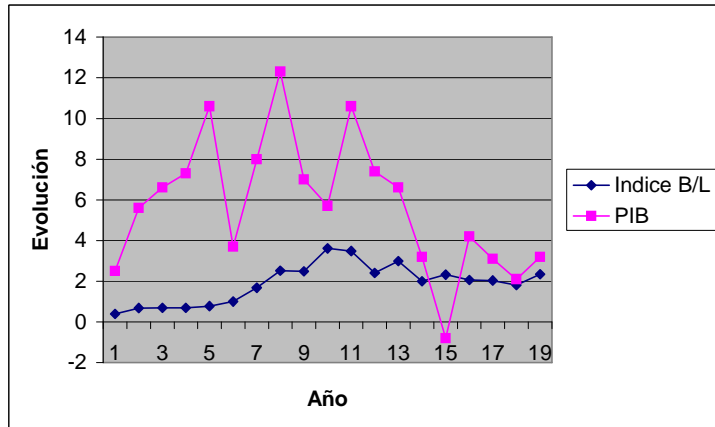
Relación Precio Bolsa/ Valor Libro Ajustado (IPC)

Sectores	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	0	1	2	3
Deportivas	0,55	0,55	0,9	1,1	1,17	0,05	1,19	1,74	28,9	24,1	22,6	12	29,2	37,4	23,1	31	21,5	25,7	20,5	21,3
Agropecuarias	0,23	0,24	0,63	0,84	0,65	0,64	0,71	1,01	1,53	1,2	0,96	1,13	0,77	0,51	0,77	0,8	0,67	0,72	0,6	1,15
Forestales	0,4	1,11	0,52	0,52	1,04	1,21	0,99	1,65	2	1,42	1,25	1,65	1,31	0,72	0,37	0,67	0,59	0,66	0,86	1,12
Mineras	0,23	0,35	0,63	0,99	1,22	0,69	0,67	0,82	1,04	0,91	1,82	2,1	1,22	0,86	0,56	0,61	0,68	0,98	1,11	1,37
Alimenticias	0,51	0,53	0,78	0,63	1,05	2,03	1,5	1,33	3,14	1,84	1,76	2,14	1,28	0,92	0,66	0,7	0,47	0,46	0,48	0,93
Celulosa	0,4	0,61	1,09	0,97	0,87	1,13	1,3	1,57	1,01	0,85	1,41	1,27	0,62	0,5	0,32	0,56	0,46	0,57	0,66	0,88
Manufacturas	0,55	0,55	0,9	1,1	1,17	0,05	1,19	1,74	28,9	24,1	22,6	12	29,2	37,4	23,1	31	21,5	25,7	20,5	21,3
Materiales Const	0,61	0,62	0,8	0,87	1,15	1,29	1,35	3,02	2,34	2,97	4,05	3,81	2,16	1,29	0,81	0,94	0,94	0,88	0,73	1,26
Metalmeccánicas	0,4	0,67	1,65	0,96	1,24	1,78	1,72	2,55	3,13	3,15	3,39	3,43	1,58	1,26	0,73	1,12	1,05	1,19	0,77	1,5
Metalúrgicas	0,09	0,15	0,16	0,22	0,41	0,54	0,49	0,53	0,79	1,77	3,63	2,44	1,98	1,18	0,72	0,78	0,62	0,78	0,77	1,45
Pesqueras	0,48	0,54	1,16	1,25	0,98	1,19	1,01	1,03	0,9	1,33	1,76	1,29	0,79	0,67	0,47	0,73	0,94	0,51	0,74	1,07
Químicos	0,04	0,13	0,31	0,23	0,39	0,31	0,7	1,84	3,74	3,3	2,85	2,14	2	1,55	1,23	1,51	1,35	1,03	1,21	3,29
Vitivinícolas	0,9	0,62	2,74	1,09	1,18	1,26	1,5	3,45	5,67	3,85	3,42	2,43	2,17	1,64	1,38	1,72	1,58	1,84	1,74	1,67
Bancos	0,43	0,19	0,39	0,34	0,35	0,4	0,62	0,98	1,46	1,4	6,38	6,04	1,37	1,54	1,22	1,85	1,67	1,85	1,53	1,76
Clínicas	0,16	0,15	0,32	0,42	0,39	0,86	1,27	2,47	1,66	1,55	2,09	1,63	1,52	0,87	0,84	1,66	1,42	2,14	2,11	2,57
Comerciales	0,62	0,81	2,48	1,43	1,17	1,14	1,29	1,69	2,41	2,06	2,5	1,92	2,38	2,88	1,31	1,87	1,59	1,38	1,4	2,02
Inmobiliarias	0,57	0,47	0,78	0,71	0,69	0,74	0,64	1,2	2,64	6,93	6,13	7,36	9,81	27,3	7,58	8,3	9,53	6,25	5,96	10,4
Inversiones	0,44	0,46	0,77	0,76	0,73	0,93	1,1	1,43	1,84	2,2	2,96	3,13	1,91	1,46	0,84	0,96	1,06	0,96	0,83	1,09
Marítimas	0,21	0,46	0,79	0,71	0,93	1,21	1,8	2,64	2,66	2,22	1,41	0,95	0,89	0,68	0,47	0,62	0,48	0,48	0,43	1,05
Seguros	0,72	0,55	0,78	0,98	0,65	0,71	1,35	2,89	2,94	4,58	7,64	3,88	2,47	1,92	11,6	3,64	1,86	1,74	0,92	0,67
Serv. Públicos	0,34	0,35	0,5	0,55	0,48	0,58	0,81	1,98	2,33	3,45	3,76	4,69	2,37	2,3	1,5	1,78	1,68	1,78	1,62	1,99
Turismo	0,27	0,31	0,48	0,58	0,52	0,5	0,66	0,84	0,54	0,55		0,76	0,5	0,65	0,3	0,4		0,37	0,51	0,48
PROMEDIO	0,36	0,39	0,68	0,7	0,7	0,78	1	1,68	2,52	2,48	3,61	3,49	2,41	2,99	2	2,32	2,06	2,04	1,81	2,34

ANEXO 3

Evolución Índice B/L con respecto al PIB de Chile

Año	Índice B/L	PIB
1985	0,39	2,5
1986	0,68	5,6
1987	0,7	6,6
1988	0,7	7,3
1989	0,78	10,6
1990	1	3,7
1991	1,68	8
1992	2,52	12,3
1993	2,48	7
1994	3,61	5,7
1995	3,49	10,6
1996	2,41	7,4
1997	2,99	6,6
1998	2	3,2
1999	2,32	-0,8
2000	2,06	4,2
2001	2,04	3,1
2002	1,81	2,1
2003	2,34	3,2



Telsur	0,29	0,27	0,33	0,37	0,57	0,85	1,05	2,1	3,21	7,08	4,36	2,82	1,98	1,42	1,14	1,24	1,12	1,45	1,14	1,42	1,7	
Profor				3,52	0,72	0,86															1,7	
Bice	0,55	0,48	0,78	0,71	0,67	1,58	2,94	4,1	3,59							1,51					1,7	
Ohiggins A	1,08	0,63	0,5	0,21	0,3	0,6	2,27	1,96	1,36	5,37	2,17	2,62	2,52								1,7	
Santana										4,63				0,65		0,82				0,45	1,6	
Inviespa				0	0,69	0,92	1,13	3,16	3,23				2,26						1,67		1,6	
Santangrup													2,9	1,59		1,57	1,36	1,16	1,14	1,14	1,6	
Concordia	2,89	0,93	0,79																		1,5	
Kopolar														3,11	1,85	1,71	0,94	1,11	0,64	1,2	1,5	
Tocopilla	0	0	0	0	14,9	0,47	0,94	0,67	0,42	0,41		1,8	0,55	0,45	0,4						1,5	
Cocesa							1,78	1,51		1,52	1,54					1,11					1,5	
Besalco												2,87	3,97	1,72	0,8	1,25	0,69	0,7	0,71	0,68	1,5	
Pregral	0,3	0,24	0,18	0,13	0,12	0,41	0,51	2,42	2,36	2,41	3,69	6,08					1,42		0,46		1,5	
Valores	0,9		2,13	1,75	1,47	1,05	1,02	2,02													1,5	
Pacifico						0,6	1,07	2,65	1,78	2,06	3,21	1,18	1,27	0,94	0,63	0,79	0,83	1,06		2,19	1,4	
Cementos	0,21	0,18	0,45	0,53	1,1	0,98	1,36	2,41	2,06	3,24	3,37	4,14	2,65	0,9	0,52	0,83	0,84	0,91	0,79	1,37	1,4	
Granadilla	0,47	0,27	0,29	0,29	0,41	0	0,48	1,48	2,93	2,2	1,32	1,89	3,64	2,79	2,82				1,46	1,65	1,4	
Texviña	0	0	0	4,48	1,53	4,4	1,63	1,87	0,94	0,92	0,62	0,79									1,4	
Saesa	0,17	0,3	0,3	0,42	0,47	0,9	1,16	2,47		2,73	3,25				2,37	1,92	1,48	1,97			1,4	
Indiver	0,86	0,7	0,96	0,69	0,61	0,67	1,14	1,86	1,55	1,74	2,32	2,4	1,77	1,73	1,86	1,74	1,69	1,24	1,16	1,14	1,4	
Fósforos	0,05	0,64	0,68	0,66	0,77	0,77	1,2	4,13	3,03	2,96	2,73	1,61	1,16	1,03	0,49	0,63	0,88	1,02	1,24	2,02	1,4	
Ventanas							1,64	1,87	2,49	1,76	1,16	1,19	1,02	0,72	1,29	1,04	1,19	1,27	1,35		1,4	
Security											2,86	1,23	0,99	0,93	1,21	1,03	1,26	1,1	1,81		1,4	
Unespa	0,6	0,46	0,65	0,62	0,51	0,6	1,07	1,88		1,06	1,37	3,84	3,07	2,99				0,93	1,05		1,4	
Marbella C																1,37					1,4	
Inmurbana	0,56	0,52	0,9	0,88	0,82	1,04	0,99	1,95	1,86	1,66	1,59	1,95	1,59		1,03	1,27	1,2	-0,07	4,47		1,3	
Cochrane											3,06	1,85	0,72	0,64		0,94	0,75				1,3	
Embonor A															3,86	2,16	0,94	0,43	0,71	0,41	0,76	1,3
Osorno F						0,33	0,63	0,69		0,62	4,3										1,3	
Vapores	0,25	0,53	0,97	0,85	1,12	1,45	1,92	2,64	2,93	2,32	1,59	1,58	1,47	0,93	0,6	0,63	0,74	0,74	0,65	1,54	1,3	
Lirquén	0,27	0,3	1,03	0,92	0,89	2,49	1,65	1,35		2,32	1,43	2,04		0,97				0,88			1,3	
Telcoy	0	0	0	0	0,22	0,61	0,49	1,26	1,67	3,22	3,52		2,83	2,41			1,33		1,4		1,3	
Elecmetal	0,29	0,43	2,3	0,76	0,9	1,51	1,67	1,91	2,19	2,3	1,44	1,66	1,27	0,99	0,64	0,78	0,66	0,83	1,07	1,55	1,3	
Cristales	0,29	0,33	0,64	0,64	0,69	1,12	1,64	1,91	2,14	3,47	1,5	1,7	1,27	0,89	0,91	0,95	1,1	1,29	1,24	1,55	1,3	
Nacional	1,55	1,42	1,27	1,03	0,9																1,2	
Undurraga	0,68	0	0	0	0	0,87	0,62	1,8	4,26	2,67	1,85	1,61	1,6	1,37		1,2				1,09	1,2	
SantaMaría		0	0	0,95	0,84	1,19	1,81	3,38	1,62	1,98	2,56	2,46	1,42	0,88	1,24	1,35	-5,24	2,74		2,75	1,2	
La Cartuja										1,92	0,86	0,84									1,2	
Ohigginsre	1,18	0,86	1,53																		1,2	
Colina			0	0,96	0,75	0,61	0,88	1,51	1,89		1,32	6,21		0,59	0,72	0,73	0,83	0,94	0,5	0,55	1,2	
Hispania											1,16										1,2	
Lechesur	0,2	0,14	0,16	0,22	0,26	0,35	0,36	2,09	3,45	4,27											1,2	
Pizarreño A	0,42	0,46	0,78	0,59	0,64	0,92	1,18	2,37	2,77	2,3	2,04	1,9	1,52	1,04	0,63	0,65	0,62	0,47	0,49	1,02	1,1	
Berries									1,52	0,75											1,1	
Invernova																	0,67	1,62	1,39	0,86	1,1	
Carozzi	0,68	0,65	0,62	0,65	0,6	0,54	0,46	1,25	2,69	2,75	1,87	1,99			0,78	0,78				0,7	1,1	
Centenario				1,13																	1,1	
Cordillera						0	1,66	2,37	1,45	1,14	0,91	0,66		0,68		0,82	0,95		1,65		1,1	
Soquina	0,49	0,45	0,56	2,58	1,37	1,62	0,48	1,64	0,9	1,03											1,1	
Colbún P											1,11										1,1	
Isevida					0	1,35	0,96	2,12													1,1	
Rentas						0,99	0,81				1,52										1,1	
Gavilla															1,09						1,1	
Hipico	0,52	0,47	0,84	0,82	0,85	0,69	0,7	1,25	1,47	1,43	1,68	1,33	1,15	1,54	1,09	1,07	1,12	1,38	0,93	1	1,1	
Covadonga						0	0	1,68					1,64					1,96			1,1	
Luchetti	0,33	0,3	0,75	0,46	1,05	0,94	0,83	0,86	1,07	1,14	3,37	2,07	1,36	1,33	0,95	0,84	0,45	0,54	0,56	1,76	1,0	
Isegrales					1,43	0,94	0,72														1,0	
Unimarc	0,95		0,79	0,62	0,49	0,36	0,25	0,8		1,8	1,72			2,38							1,0	
Banvida																	0,87	0,79	1,08	0,97	1,34	1,0
Itata									1,92	1,19	1,05	1,8	1,07	0,8	0,35	0,36	0,29	0,89	1,11	1,27	1,0	
Chiprodal	1																				1,0	
Agunsa												1,15	0,83			0,94	0,78	0,76	0,7	1,8	1,0	
Bicecorp B											1,79	1,26	0,88	0,73	0,59	0,62		1,09			1,0	
Generales	1,73	1,72	0,5	0,3	0,82	0,72	0,82	1,19													1,0	
Sta Isa P									0,97												1,0	
Renturbana																		1,12	0,96	0,82	1,0	
P&S															0,95	0,82	0,82	1,25			1,0	
Soquicom										1,6	2,16	1,46	0,98	0,39	0,44	0,58	0,49	0,64	0,71	1,09	1,0	
Sudamer B				0	0,49	0,82	0,94	0,96		0,79	1,45	2,15									1,0	
Jucosa									2,45	1,46	1,41	1,51	0,98	0,44	0,45	0,54	0,32	0,29	0,49		0,9	
Sudamer A	0,16	0,18	0,41	0,35	0,22	0,48	0,68	0,6	0,56	0,82	2,07	2,24	1,91	1,47	0,56	0,8		1,74	1,58		0,9	
GE Chile								0,82		1,23							0,8		0,85		0,9	
Cajarease	0,66	0,49	0,62	0,68	0,57	0,62	1,09	1,87	1,69												0,9	
Indo A	0,41	0,51	1,22	1,18	0,9	1,51	1,14	1,16	0,65	0,53											0,9	
Soprole	1,05	0,77																			0,9	

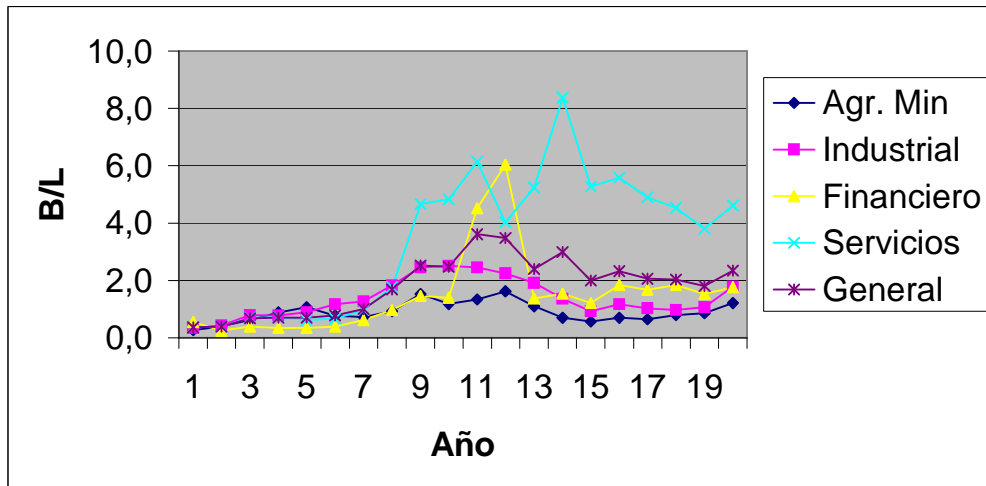
Coloso B	0,55	0,59																			0,6		
Coloso C	0,55	0,59																				0,6	
Siemel C												0,56										0,6	
Interocean	0,13	0,45	0,35	0,32	0,37	0,47	1,26		2,16			1,06	0,64	0,56	0,45		0,2	0,19	0,12	0,22	0,6		
Capitalisa	0,74	0,57	0,49	0,41																		0,6	
Anasac	0,06	0,42	1,11	0,74	0,56	0,37	0,23	0,56		0,59			0,86			0,64	0,47				0,6		
Consovida	0,55																					0,6	
Indalum						0	0	0		0				1,47	0,91						1,85	0,5	
Sofruco	0,36	0,29	0,56	0,56	0,66	0,49	0,47	0,52	0,57		0,48	0,5					0,81					0,5	
Turbio	0,22	0,32	0,75	0,75																		0,5	
Ipal	0,2	0	0	0	0	0	0,17	1,14			1,73		0,99	0,87	0,55		0,79		0,6			0,5	
DuncanFox												1	0,78	0,55	0,27	0,28	0,27	0,19	0,38	0,74		0,5	
SM Unimarc														1,68	0,52	0,43	0,25	0,27	0,15	0,13		0,5	
Cicoma	0,32	0,66																				0,5	
Miraflores													0,49									0,5	
Seg. Espa	0,12	0,19	0,13	1,1	0,14	0,33	0,58	1,3														0,5	
Indisa A	0	0	0,39	0,53	0,47	0,49	0,43	0,75	0,68	0,43	0,85	0,64	0,62									0,5	
Calichera B														0,72	0,35	0,31	0,43	0,43	0,44	0,68		0,5	
Penon	0,13	0,08	0,19	0,23	0,37	0,52	0,45	0,99	0,74	0,76	0,93			0,32		0,35		0,36	0,18			0,4	
Santiago A		0	0,24	0,26	0,17	0,2	0,07	0,27		0,42	1,54	1,22										0,4	
Progreso	0,38	0,52	0,39	0,42	0,43	0,45	0,32	0,3	0,65													0,4	
Indisa B	0,18	0,19													0,35	0,62	0,74				0,39	0,4	
Oldboys	3,26	0	0	0	0	0	0	0														0,4	
Carrera					0,32	0,28	0,57	0,64	0,43	0,37		0,39	0,36		0,3							0,4	
Linos	0,16	0,31	0,37	0,26	0,51	0,51	0,71															0,4	
Quilicura																	0,39	0,37	0,39	0,43	0,4	0,38	0,4
Chilmetro	0,19	0,39	0,43	0,53																		0,4	
Socoesa B			0,44	0,64	0,8	0,4	0	0														0,4	
Copefrut												0,38										0,4	
Sopesa A	0,41	0,34																				0,4	
Sanitas	0,12	0,09	0,09	0,08	0,12	0,11	0,11	0,68		0,81		0,72		0,71			0,59	0,54				0,4	
Rebrisa B														0	0,57	0,45	0,37				0,42	0,4	
SM-Chile A		0,02	0,28	0,13	0,11	0,17	0,11	0,24	0,27	0,41	0,63	0,62	0,2	0,59	0,55	0,8	0,57	0,52	0,29	0,3		0,4	
Victoria	0,28	0,23	0,19	0,21	0,23	0,23	0,24	0,49	0,54	0,44	0,39	0,35				0,73		0,09				0,3	
Summa	0	0	0,98																			0,3	
Hucke	1,08	0	0	0,2																		0,3	
Invierta	1,55	0,01	0,02	0,12	0,1	0,05	0,25	0,41														0,3	
Comercic	0,1	0,1	0,23	0,22	0,88																	0,3	
Gas Valpo	0,08	0,08	0,07	0,99																		0,3	
Manquehue	0,32	0,29																				0,3	
Matelsa			0,43	0,75	0	0	0	0		-3,14		2,51	1,79				0,52					0,3	
Cristobal	0,28																					0,3	
Intasa																				0,28		0,3	
Financo	0,76	0,27	0,23	0,1	0,1	0,18																0,3	
Atlas	0,27																					0,3	
Princesa	0,54	0	0,5		0																	0,3	
Indo B	0,54	0	0	0	0	1,51	0	0														0,3	
Italia	0,24	0,22	0,18	0,27	0,3																	0,2	
Endesa B	0,23																					0,2	
Ferosor	0,16	0	0	0	0	1,2																0,2	
CB Inverin														0,47	0,19	0,2		0,09	0,19	0,12		0,2	
Staditalia	1,67	0	0	0	0	0	0	0														0,2	
CB TI														0,54	0,19	0,13		0,09	0,16	0,1		0,2	
Country	0,06	0,12	0,19	0,11	0,11	0,15	0,08	0,12	0,17	0,22	0,13	0,16	0,28	0,49	0,46		0,37					0,2	
CB Capital																0,33	0,11	0,22		0,14	0,18	0,14	0,2
Grob	0,13	0,06	0,05	0,14	0,16	0,37	0,24	0,34															0,2
Puntalobos	0,18	0,13	0,23																				0,2
Craighouse	0,05	0,9	0,07	0,06	0,05	0,08	0,06	0,15															0,2
Coronel	0,16	0,13	0,11	0,09	0,24	0,28																	0,2
Naciorenta	0,23	0,18	0,15	0,13	0,14																		0,2
Trabajo	0,1	0,1	0,16	0,13	0,34																		0,2
Frutas	0,18	0,14																					0,2
Gas Conce	0,22	0,14	0,18	0,22	0,09	0,05																	0,2
Copiapó	1,08	0	0	0	0	0	0	0			0			0,44		0,19						0,1	
Lascar							0	0															0,1
Previda	0,15	0,1																					0,1
Dehesa	0,94	0	0	0	0	0	0	0															0,1
Tres Mares																	0,1						0,1
Phoenix	0,76	0	0	0	0	0	0	0															0,1
Colcraig A							0	0	0,16														0,1
Casitalia	0,21	0	0	0																			0,1
Temuco	0,16	0	0	0																			0,0
Inmobviña	0,06	0,03	0,04	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02	0,02														0,0
Socore	0,18	0	0	0	0	0	0	0															0,0
Inglés	0,03	0,02	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01															0,0

Huasco	0,12	0	0	0	0	0	0	0													0,0
Pullinque	0,06	0	0	0																	0,0
Ahorronac	0,05	0	0	0																	0,0
Inesmed	0,06	0	0	0	0	0	0	0													0,0
Ipa	0,02	0	0	0	0	0	0	0													0,0
Eperva B	0	0	0	0	0	0	0	0													0,0
Pizarreño B	0	0																			0,0
Enacar	0,1	0	0	0	0,07	0,07	0,11	0,33	0,09	0,08	0,13	3,36	-0,17	-3,76	-1,13	-1,13	-1,13		0	-0,2	
Colcura	0,12	0	0,27	0,36	1,35	1,42	1,05				-8,95									1	-0,5
Portada													-22,5	1,27	1,21	1,09	1,03	1,02			-2,3
Schwager			0	0,32	0,27	0,17	0,07	0,2	0,08	0,09	0,13	-86,4				0,21	0,5		0,62		-6,4
Promedio	1,1	0,8	0,9	1,3	1,6	1,4	1,6	2,6	3,9	3,1	4,1	2,6	3,1	4,0	2,7	2,6	2,4	2,4	2,5	2,8	2,0
mero de Empre	166	165	159	155	148	156	159	159	105	121	132	128	122	128	117	117	111	114	96	108	306

ANEXO 5

Evolución Índice B/L Dividido en sectores productivos

1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
0,3	0,4	0,6	0,9	1,1	0,8	0,7	0,9	1,5	1,2	1,3	1,6	1,1	0,7	0,6	0,7	0,6	0,8	0,9	1,2
0,3	0,4	0,8	0,8	0,9	1,2	1,3	1,8	2,5	2,5	2,4	2,2	1,9	1,4	0,9	1,2	1,0	1,0	1,1	1,8
0,6	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4	0,6	1,0	1,5	1,4	4,5	6,0	1,4	1,5	1,2	1,8	1,7	1,8	1,5	1,8
0,4	0,4	0,7	0,7	0,6	0,7	1,0	1,8	4,7	4,8	6,1	4,0	5,2	8,4	5,3	5,6	4,9	4,5	3,8	4,6
0,4	0,4	0,7	0,7	0,7	0,8	1,0	1,7	2,5	2,5	3,6	3,5	2,4	3,0	2,0	2,3	2,1	2,0	1,8	2,3



Anexo 6

ANEXO 6

Evolución precios de las acciones Evolución precios de reposición (Base 1984)

Deportes e Hípicas

Valor de las acciones (Pesos de cada año)

Año	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03
Promedio	77.740	111.789	231.361	342.656	421.800	471.725	681.950	1.211.360	2.152.960	2.150.400	2.701.220	3.107.840	3.616.620	4.384.800	3.360.070	2.859.036	2.804.140	3.335.025	2.726.628	3.223.529
Golf	375.000	405.000	800.000	1.350.000	1.700.000	2.050.000	3.620.000	5.150.000	7.600.000	8.200.000	6.350.000	7.925.000	9.500.000	15.000.000	10.500.000	13.000.000	10.800.000	10.000.000	9.500.000	9.300.000
Polo	15.000	32.000	59.500	88.000	99.000	126.000	152.000	365.000	1.070.000	780.000	1.000.000	1.780.000	3.000.000	3.700.000	1.900.000	1.700.000	1.070.000	1.300.000	1.600.000	1.500.000
Country	2.700	6.000	11.000	7.000	8.000	11.500	8.000	13.500	25.000	35.500	22.000	31.000	75.000	100.000	98.000	125.000	80.000	90.000	100.000	100.000
Granadilla	1.000	700	750	900	3.000	2.250	2.500	9.000	15.600	17.489	10.200	16.000	35.000	28.000	30.700	25.350	20.000	21.200	18.000	21.000
Hípico	225.000	265.000	690.000	920.000	1.240.000	1.360.000	1.750.000	3.950.000	6.390.000	7.351.000	9.600.000	8.900.000	12.500.000	11.000.000	9.100.000	12.000.000	12.400.000	8.900.000	8.900.000	8.500.000
Hípodomio A	6.700	7.400	10.000	18.000	18.000	25.500	28.000	37.100	110.000	155.000	160.000	196.400	178.200	160.000	160.000	160.000	160.000	120.000	136.500	
Hípodomio B	55.000	110.000	260.000	250.000	300.000	300.000	396.000	625.000	2.800.000	1.800.000	1.680.000	1.800.000	1.600.000	1.500.000	1.400.000	1.450.000	1.100.000	1.100.000	1.100.000	
Club Unión	7.000	12.000	26.000	20.000	40.000	37.000	53.000	144.000	140.000	230.000	180.000	190.000	110.000	110.000	130.000	121.400	99.000	85.000	85.000	
Sportfran	12.000			140.000	105.000	136.000	220.000	549.000	530.000	550.000	540.000	800.000	1.600.000	900.000	800.000	850.000	600.000	510.000	760.000	
Sporting	78.000	165.000	225.000	430.000	670.000	700.000	680.000	1.400.000	3.500.000	4.500.000	7.410.000	9.800.000	12.200.000	8.210.000	7.502.000	2.100.000	1.900.000	1.680.000	1.350.000	

Valor de reposición (Pesos de cada año) 100% en el periodo de 20 años

Año	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03
Promedio	139.200	243.600	426.315	746.052	1.305.591	2.284.784	3.998.371	5.597.720	8.116.694	11.769.200	17.065.349	24.744.750	35.879.899	52.025.840	72.836.189	101.970.664	142.758.930	199.862.501	279.807.502	391.730.503
Golf	13.420	23.494	41.114	71.950	125.912	220.340	385.605	539.847	782.770	1.135.028	1.645.791	2.396.357	3.460.273	5.017.350	7.024.359	9.834.102	13.767.743	19.274.840	26.984.770	37.778.688
Polo	6.154	10.770	18.847	32.982	57.719	101.006	178.761	247.465	358.824	520.256	754.428	1.093.921	1.586.195	2.299.968	3.219.995	4.507.938	6.311.113	8.835.958	12.969.781	17.317.693
Country	41.967	73.477	128.586	225.024	393.702	689.136	1.205.989	1.698.364	2.448.156	3.549.827	5.147.249	7.463.511	10.822.091	15.692.032	21.968.845	30.795.363	43.058.936	60.282.510	84.395.514	118.153.720
Granadilla	2.150	3.763	6.584	11.523	20.165	35.288	61.754	86.456	123.361	181.774	263.572	382.179	554.160	803.531	1.124.944	1.574.921	2.204.890	3.086.846	4.321.584	6.050.218
Hípico	431.884	756.816	1.322.876	2.314.882	4.050.683	7.089.713	12.405.248	17.301.248	26.182.850	38.514.848	52.946.530	76.772.460	111.340.880	161.414.110	225.979.762	316.371.667	442.920.334	620.988.468	868.123.850	1.215.973.387
Hípodomio A	11.350	19.933	34.882	61.043	108.820	186.945	327.154	459.015	664.120	952.977	1.396.317	2.024.660	2.935.757	4.256.847	5.959.598	8.343.421	11.680.789	16.353.104	22.894.340	32.052.083
Hípodomio B	8.124	14.217	24.980	43.540	76.194	133.340	233.345	326.863	473.690	686.851	995.933	1.444.103	2.093.950	3.036.227	4.250.749	5.995.050	8.331.407	11.663.970	16.329.558	22.861.381
Club Unión	6.000	10.600	18.559	32.478	56.839	99.463	174.061	243.685	353.343	512.348	742.894	1.077.211	1.561.957	2.264.837	3.170.772	4.439.081	6.214.713	8.700.598	12.180.837	17.053.172
Sportfran	893.470	1.504.080	2.832.145	4.606.254	8.060.943	14.106.653	24.986.644	34.561.301	50.110.880	72.065.120	105.364.446	152.778.447	221.528.748	321.216.686	449.703.358	629.584.702	881.416.582	1.230.986.015	1.727.580.421	2.416.672.592

G de Tabán

Año	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02	03
Promedio	3.98	3.08	3.58	2.99	2.17	1.99	1.27	1.48	1.89	1.06	0.79	0.69	0.63	0.59	0.28	0.21	0.12	0.10	0.07	0.06
Golf	27.93	17.24	19.46	18.76	13.50	9.30	9.39	9.54	9.71	5.46	3.86	3.32	2.75	2.99	1.49	1.32	0.78	0.52	0.35	0.25
Polo	2.44	2.97	3.16	2.87	1.72	1.25	0.66	1.47	2.81	1.30	1.33	1.64	1.69	1.61	0.59	0.36	0.16	0.13	0.09	
Country	0.06	0.12	0.09	0.03	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.00	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Granadilla	0.47	0.10	0.11	0.08	0.16	0.08	0.04	0.10	0.12	0.40	0.04	0.04	0.06	0.03	0.03	0.02	0.01	0.01	0.00	0.00
Hípico	0.52	0.35	0.52	0.40	0.31	0.19	0.14	0.23	0.25	0.20	0.19	0.11	0.09	0.08	0.05	0.03	0.03	0.02	0.01	0.01
Hípodomio A	0.59	0.37	0.29	0.25	0.17	0.14	0.09	0.08	0.17	0.16	0.11	0.10	0.06	0.04	0.03	0.02	0.01	0.01	0.01	0.00
Hípodomio B	4.23	5.53	7.45	4.10	2.81	1.60	1.19	1.95	3.91	1.93	1.20	0.89	0.55	0.35	0.23	0.17	0.09	0.06	0.04	
Club Unión	0.86	0.84	1.05	0.46	0.52	0.28	0.23	0.44	0.30	0.20	0.23	0.12	0.09	0.05	0.03	0.02	0.01	0.01	0.01	
Sportfran	1.98			2.46	1.08	0.78	0.90	1.55	1.03	0.74	0.50	0.51	0.71	0.28	0.18	0.14	0.07	0.04	0.04	
Sporting	0.07	0.11	0.09	0.09	0.08	0.05	0.03	0.04	0.07	0.09	0.07	0.06	0.06	0.03	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	

ANEXO 7

Comparación Relación Precio Bolsa/ Valor Libro ajustado Vs.
Relación Precio Bolsa/ Valor Reposición (Q Tobin)

Deportes e Hípicas

Relación Precio Bolsa/ Valor Libro Ajustado (IPC)

	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	0	1	2	3
Sector	0,55	0,55	0,9	1,1	1,17	0,05	1,19	1,74	28,9	24,1	22,6	12	29,2	37,4	23,1	31	21,5	25,7	20,5	21,3
Golf	27,9	21,8	26,6	44,4	53,5	45,5	68,3	99,3	126	92,6	105	106	107	148	117	114	112	103	88,6	94,2
Polo	2,44	5,14	6,85	7,96	8,12	9,51	8,08	16,4	37,3	27,6	30,6	48	56,5	99,9	50,4	40,5	25,8	31,3	39,4	32,9
Country	0,06	0,12	0,19	0,11	0,11	0,15	0,08	0,12	0,17	0,22	0,13	0,16	0,28	0,49	0,46	0,61	0,37			
Granadilla	0,47	0,27	0,29	0,29	0,41	0	0,48	1,48	2,93	2,2	1,32	1,89	3,64	2,79	2,82	2,45	2,07	1,83	1,46	1,65
Hípico	0,52	0,47	0,84	0,82	0,85	0,69	0,7	1,25	1,47	1,43	1,68	1,33	1,15	1,54	1,09	1,07	1,12	1,38	0,93	1
Hipodromo A	0,59	0,54	0,53	0,77	0,63	0,68	0,57	0,63	1,49	1,71	1,67	1,74	1,43	1,12	1,05	1,03	1,01	1,01	0,7	0,78
Hipodromo B	4,83	7,97	13,8	10,7	11,2	7,96	8,59	13,1	33,9	20,4	16	15,1	12,1	11,3	10,5	9,18	6,58			
Club Unión	0,86	1,07	2,04	1,77	1,95	2,03	2,35	5,75	3,42	3,93	7,3	4,6	4,31	2,97	2,47	2,93	2,7	2,22	1,9	
Sportfran	1,98				8,9	7,15	7,04	10	22,6	20,3	18,5	15,5	23,5	44,1	23,8	20,7	24,7	16,5	11,5	17,8
Sporting	0,09	0,13	0,2	0,28	0,44	0,3	0,26	0,44	0,99	1,11	1,51	1,94	2,22	1,53	1,18	0,92	0,9	1,03	0,85	0,72

Q de Tobin

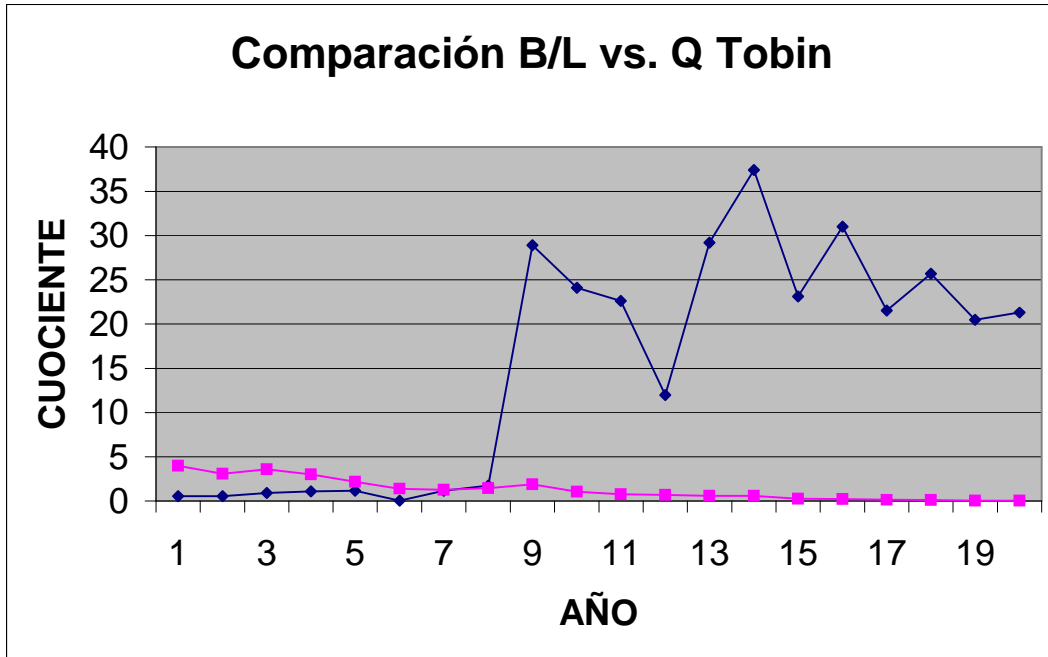
Año	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	0	1	2	3
Promedio	3,98	3,08	3,58	2,99	2,17	1,39	1,27	1,46	1,89	1,06	0,78	0,68	0,6	0,59	0,28	0,21	0,12	0,1	0,07	0,06
Golf	27,9	17,2	19,5	18,8	13,5	9,3	9,39	9,54	9,71	5,46	3,86	3,32	2,75	2,99	1,49	1,32	0,78	0,52	0,35	0,25
Polo	2,44	2,97	3,16	2,67	1,72	1,25	0,86	1,47	2,81	1,5	1,33	1,64	1,89	1,61	0,59	0,38	0,16	0,15	0,13	0,09
Country	0,06	0,12	0,09	0,03	0,02	0,02	0,01	0,01	0,01	0,01	0	0	0,01	0,01	0	0				
Granadilla	0,47	0,19	0,11	0,08	0,15	0,06	0,04	0,1	0,12	0,1	0,04	0,04	0,06	0,03	0,03	0,02	0,01	0,01	0	0
Hípico	0,52	0,35	0,52	0,4	0,31	0,19	0,14	0,23	0,25	0,2	0,18	0,11	0,08	0,08	0,05	0,03	0,03	0,02	0,01	0,01
Hipodromo A	0,59	0,37	0,29	0,29	0,17	0,14	0,09	0,08	0,17	0,16	0,11	0,1	0,06	0,04	0,03	0,02	0,01	0,01	0,01	0
Hipodromo B	4,83	5,52	7,45	4,1	2,81	1,6	1,19	1,8	3,91	1,92	1,2	0,89	0,55	0,35	0,23	0,17	0,09			
Club Unión	0,86	0,84	1,05	0,46	0,52	0,28	0,23	0,44	0,3	0,2	0,23	0,12	0,09	0,05	0,03	0,02	0,01	0,01	0,01	
Sportfran	1,98				2,46	1,06	0,78	0,9	1,55	1,03	0,74	0,5	0,51	0,71	0,28	0,18	0,14	0,07	0,04	0,04
Sporting	0,09	0,11	0,09	0,09	0,08	0,05	0,03	0,04	0,07	0,06	0,07	0,06	0,06	0,03	0,02	0	0	0	0	0

ANEXO 8

Comparación Relación Precio Bolsa / Valor Libro ajustado Vs.
Relación Precio Bolsa / Valor Reposición (Q Tobin)

Deportes e Hípicas

Año	84	85	86	87	88	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	0	1	2	3
Relación B/L	0,55	0,55	0,9	1,1	1,17	0,05	1,19	1,74	28,9	24,1	22,6	12	29,2	37,4	23,1	31	21,5	25,7	20,5	21,3
Q de Tobin	3,98	3,08	3,58	2,99	2,17	1,39	1,27	1,46	1,89	1,06	0,78	0,68	0,6	0,59	0,28	0,21	0,12	0,1	0,07	0,06



ANEXO 9**Deportes e Hípicas****RELACION ACTIVO FIJO / ACTIVOS TOTALES**

Dic-04

Golf	56%
Polo	88%
Country	100%
Granadilla	97%
Hípico	84%
Hipodromo A	72%
Hipodromo B	72%
Club Unión	97%
Sportfran	100%
Sporting	89%
Promedio	86%

Deportes e Hípicas**ANTECEDENTES FINANCIEROS**

Dic-04

Millones de \$ chilenos

	golf	polo	country	granad	hipico	hipodr	clubuni	sportf	sporting
Activos Circulantes	2	55	1	25	1.172	2.692	0	0	503
Activos Fijos	202	402	8.462	897	11.995	9.879	379	2.228	14.672
Otros Activos	154	0	0	0	1.066	1.163	11	0	1.282
Total Activos	358	457	8.463	922	14.233	13.734	390	2.228	16.457
Pasivos Circulantes	17	1	183	0	1.177	1.178	0	3	3.304
Pasivos Largo Plazo	1	0	1.548	141	671	496	0	1.983	2.469
Patrimonio	340	455	6.732	781	12.385	12.060	390	242	10.684
Total pasivos	358	456	8.463	922	14.233	13.734	390	2.228	16.457
Resultados Operacionales	-29	26	-8	-11	96	14	-4	-50	-265
Utilidad Neta	22	-1	-101	11	102	27	-2	0	-387

ANEXO 10

RESULTADOS ENCUESTA A INVERSIONISTAS BURSATILES
Respuestas por ítem

1) ¿ Qué tipo de inversiones realiza usted en la Bolsa de Comercio?

	S1	S2	S3	S4
Inversiones por cuenta de terceros	1	5	38	1
Inversiones Familiares	5	9	5	1
Inversiones Personales	32	29	6	10
Inversiones puntuales	12	7	1	38
	50	50	50	50

2) ¿ Cómo definiría usted sus inversiones?

	S1	S2	S3	S4
De corto plazo	20	9	25	12
Largo Plazo	16	26	19	34
No definidas	14	15	6	4
	50	50	50	50

3) Ordene los factores siguientes que más tiene en cuenta al momento de invertir (del 1 al 21)

	S1	S2	S3	S4
a) Evolución histórica del precio de la acción	5	1	2	3
b) Razón Precio / Utilidad	19	2	11	6
c) Razón Precio / Valor libro	2	16	12	15
d) Índices Bursátiles (IPSA-IGPA)	18	3	9	7
e) Evolución Económica del País	6	15	10	8
f) Perspectivas Crecimiento acción (variable mercado)	1	4	1	14
g) Calidad de los socios controladores	20	5	4	9
h) Calidad de los Administradores	16	14	13	20
i) Calidad de los clientes	17	13	19	19
j) Posicionamiento en el mercado	7	12	3	16
k) Valor de sus activos fijos	14	18	8	17
l) Calidad de su personal	15	17	18	18
m) Solidez de su Posición Financiera	4	10	7	11
n) Bajo nivel de competencia	13	11	14	10
o) Evolución del sector en que se encuentra	8	9	6	13
p) Liquidez de la acción (presencia bursátil)	12	19	5	5
q) Prestigio de la compañía	9	8	15	4
r) Recomendaciones de expertos	10	6	16	2
s) Recomendaciones de Amigos	3	7	17	1
t) Opinión personal (sin fundamento explícito)	11	20	21	12
u) Otros sin especificar	21	21	20	21

4) En una empresa de tipo industrial, Que ponderación le daría a los siguientes factores? : (0 a 100%)

	S1	S2	S3	S4
Capital Humano:	7	5	14	10
Bienes Raíces y Maquinarias	31	30	24	34
Importancia de los clientes	10	11	9	5
Estructura Administrativa	2	4	3	1
	50	50	50	50

5) En una sociedad de Carácter Deportivo, Social, ¿qué ponderación le daría a los siguientes factores? : (0 a 100%)

	S1	S2	S3	S4
Capital Humano:	4	9	10	5
Bienes Raíces	22	25	21	31
Importancia de los socios	15	11	14	10
Estructura Administrativa	9	5	5	4
	50	50	50	50

6) En una empresa de Desarrollo tecnológico, Que ponderación le daría a los siguientes factores? : (0 a 100%)

	S1	S2	S3	S4
Capital Humano:	30	26	30	15
Bienes Raíces y Maquinarias	4	10	3	14
Importancia de los clientes	10	9	11	17
Estructura Administrativa	6	5	6	4
	50	50	50	50

7) En una sociedad de Carácter Deportivo, Social, ¿esperaría que se desarrollaran negocios inmobiliarios a futuro?

	S1	S2	S3	S4
Si	23	14	21	30
No	5	10	14	5
Depende de la sociedad	22	26	15	15
	50	50	50	50

8) ¿Qué entiende por capital intelectual? Señale una o más alternativas

	S1	S2	S3	S4
Valor del Capital Humano de una empresa	41	40	44	36
Valor de los activos fijos	1	2	1	2
Valor de sus clientes	6	5	4	2
Valor de su estructura interna	2	3	1	10
	50	50	50	50

9) ¿Qué opina de una empresa de carácter Deportivo, Social que se transa en la Bolsa?

	S1	S2	S3	S4
Que tiene mayor respaldo patrimonial	26	20	24	20
Tiene menores perspectivas de crecimiento	2	9	1	10
Mejor nivel de administración	10	1	3	9
Mayor rentabilidad	1	3	5	9
Su Capital Humano es superior	1	1	5	1
No se diferencia de otras empresas	10	16	12	1
	50	50	50	50

10) ¿Qué opina de una empresa de carácter Deportivo, Social cuya acción aumenta su precio en forma muy acelerada?

	S1	S2	S3	S4
Que quizás vienen negocios inmobiliarios	16	10	16	1
Buscaría información adicional del la empresa	1	1	5	1
Que tiene buenas utilidades esperadas	14	16	14	10
Son sólo movimientos especulativos	5	2	8	11
Posibles cambios en la propiedad	14	21	7	27
	50	50	50	50

Nota: Cuando se habla de sociedad o empresa de carácter deportivo social nos referimos a empresas tales como:

Golf
 Polo
 Country
 Granadilla
 Hipico
 Hipodromo A
 Hipodromo B
 Club Unión
 Sportfran
 Sporting