Ry. FEE - 26. 121
M

UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE MADRID
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
BIBLIOTECA

Capítulo 9.- Utilidad satisfactoria de los capitalistas-propietarios: modelos de beneficios satisfactorios.

Frente a los modelos neoclásicos de carácter normativo, para los cuales la finalidad global, permanente y última de la - firma de negocios, cualesquiera que fuese el régimen de mercado en el que operase, consistiría en maximizar las ganancias de los capitalistas-propietarios, según tuvimos ocasión de ver, han surgido otros modelos alternativos de carácter positivo que, sin abdicar del postulado central de obtención de beneficios para los accionistas como rasgo básico configurador del comportamiento empresarial, sostienen, sin embargo, que basta con alcanzar un volumen suficiente para satisfacer las aspiraciones de este estamento de la coalición corporativa.(1)

Estos modelos alternativos siguen defendiendo por consiguiente, la primacía de la utilidad de los capitalistas-propietarios como razón de ser última de la empresa, pero son conformistas en cuanto a la magnitud de dicha utilidad, ya que no proclaman una conducta idealista en el sentido de invocar la maximización de esta meta, sino que por el contrario vindican el comportamiento realista de las empresas, extraído de la observación -- práctica de la actuación de éstas.(2) Este tipo de conducta realista es menos ambiciosa, por cuanto que se siente satisfecha -- con que las ganancias alcancen una cota meramente aceptable.

De otra parte, dicha utilidad de los capitalistas-propietarios se limita a un nivel satisfactorio por considerarse en estos modelos alternativos otros objetos deseados en la realidad de la firma de negocios que, aunque siendo de orden inferior, han de ser defendidos a la vez que resueltos en cuanto a sus posibles grados de conflictividad respecto a los de su mismo nivel o entre otros de rango superior o inferior. Cuestión importante y que ha

sido muy debatida por aquellos autores, que después referenciaremos, encuadrados sobre todo en posiciones positivas de la teoría del comportamiento.

En resumen, los modelos que vamos a describir seguidamente son modelos de utilidad de los capitalistas-propietarios, utilidad que sigue definiéndose a través de la sola magnitud del beneficio y que se supone que será satisfactoria, no máxima. Como rasgos adicionales de esta gama de modelos, diremos que se articulan bajo el enfoque del análisis estático y se supone implícitamente la existencia de riesgo e incertidumbre en el que se desenvuelven las compañías, si bien no trascienden respecto a la especificación de las relaciones que configuran estos modelos.(3)

9.1.- De los modelos neoclásicos de maximización de beneficios a los modelos realistas de beneficios satisfactorios.-

Los modelos neoclásicos de maximización de beneficios, independientemente del régimen de mercado al que van dirigidos, tienen diversos puntos en común. Entre estos puntos comunes se encuentran de modo significativo los siguientes:

a) Racionalidad absoluta de parte de los agentes económicos y, por lo tanto, de las empresas intervinientes que tratarán de optimizar su conducta de cara a la consecución de sus intereses.

b) Conocimiento perfecto de la situación que reina en cada momento respecto a las magnitudes que definen el equilibrio de la empresa (oferta y demanda), así como de las mutaciones que se van produciendo en las mismas con el transcurso del tiempo.

c) Reacción inmediata frente a los cambios que van presentándose en línea con la protección óptima de sus aspiraciones.

d) Automatismo de las fuerzas de mercado en cuanto a la configuración de la conducta de los agentes económicos y, en consecuencia, del comportamiento de las empresas; este automatismo es completo bajo el régimen de competencia perfecta, admitiendo cierto margen de discrecionalidad cuanto las empresas detentan cierto poder de mercado; no obstante, hay que tener presente que incluso en el caso límite del monopolio puro de oferta, la empresa actúa en realidad como "price-taker", ya que lo único que hace es recoger los datos del mercado y en conjunción con sus costes saldrá diseñada automáticamente la política congruente con su afán de maximizar el fín supuesto; ahora bien, cuando la empresa detenta algún poder de mercado podría volverse "price-maker" en vez de -

aceptar su papel de "price-taker", pero entonces quedaría negada la meta de maximizar sus ganancias.

e) Los precios resultan de las condiciones del mercado, es decir, de las funciones de demanda y de costes conjuntamente(4).

La observación del comportamiento real de los agentes económicos depara un panorama distinto del que suponen los modelos neoclásicos. Así:

a) Frente a la racionalidad absoluta, la teoría positiva opone una racionalidad parcial o restringida, que arrincona la pretendida conducta optimizante.(5)

b) Frente al conocimiento perfecto se esgrime el conocimiento imperfecto, que se puede concretar diciendo que las empresas conocen aproximadamente sus costes y con menos aproximación aún la función de demanda de los productos. (6)

c) Frente a la reacción inmediata ante los cambios se sostienen las reacciones desfasadas en ambos sentidos, pues unas veces la reacción sigue al cambio y otras la alteración de la conducta precede a la aparición de los cambios en el mercado.(7)

d) Frente al automatismo de las fuerzas del mercado se sostiene que éstas únicamente condicionan las decisiones de las empresas y, en el caso particular de las grandes empresas que detentan poder de mercado, este condicionamiento suele ser de importancia secundaria e incluso insignificante, viéndose suplantada la supuesta preponderancia del mercado por la voluntad de los dirigentes empresariales que es quién verdaderamente conforma los rasgos del mercado.

e) Frente a la determinación de los precios como resultado de la demanda y de los costes de empresa se advierte que -- aquéllos derivan preferentemente de los costes y en escasa medida de las condiciones de la demanda.

Como consecuencia de todo lo anterior, los modelos que resultan de admitir como punto de partida el comportamiento real de las empresas tienen como base común el que éstas determinan - su política de precios. Tal política tomará como punto de partida los costes reales empresariales y se diseñará pensando en recuperar éstos íntegramente, además de un margen calculado sobre los costes, representativo de una cuota de beneficios que se estima satisfactoria en relación con los recursos financieros invertidos en los negocios respectivos, dado que por culpa de los motivos - que se apuntaron en los capítulos anteriores no resultaba, ni posible ni deseable, la maximización de las ganancias.(8)

De manera que en las economías modernas la mayor parte de los precios no son precios de mercado, sino precios administrados en la terminología de Gardiner C. Means.(9) Por otro lado, este efecto es tanto más acusado cuanto mayor sea el grado de -- concentración económica de las diferentes industrias.(10) Además del hecho de que sean las propias empresas quienes suelen fijar sus precios en función de sus costes más el margen de beneficios deseados, estos precios administrados suelen mantenerse invariables durante algún tiempo. (11) Otra característica digna de destacar de la mayor parte de los precios administrados es la rigidez de los mismos, no sólo en el sentido de que suelen variar esporádicamente, sino en que suelen mostrar una gran inflexibilidad a la baja cualesquiera que sean las condiciones imperantes en el medio ambiente en cada momento, mientras que la rigidez no se manifiesta en sentido ascendente.(12) La rigidez de los pre--

cios suele dimanar del grado de concentración económica, por lo que suele ser una característica típica de aquellas industrias protagonizadas por un pequeño número de grandes empresas.(13)

Los modelos de beneficios satisfactorios son modelos - eminentemente realistas, cuya conformación con las prácticas seguidas por las empresas viene corroborada claramente con abundantes pruebas empíricas. En términos generales, estos modelos dan por sentado diversos hechos que ya hemos venido comentando a lo largo de este trabajo, entre los que destacan: a) la imposibilidad práctica que encuentran las empresas de alcanzar beneficios máximos aunque se lo propusieran firmemente;(14) b) la configuración del esquema de utilidad empresarial a través de otras variables además del beneficio. entre las que destacaría la idea de -- asegurar la supervivencia; c) la notoria influencia de los comités directivos profesionales en el proceso de elección de las metas empresariales y el progresivo relegamiento de los capitalistas-propietarios.

Evidentemente, para que la maximización de los beneficios fuera una meta factible para las empresas sería menester disponer de una información perfecta tanto del presente como del futuro y referida no sólo a la propia realidad de cada empresa, sino también al medio ambiente en general y, de modo particular, - los datos que conciernen directamente a las empresas competidoras que actúan en los mismos sectores en los que se mueve una determinada unidad productiva. La incertidumbre es un hecho consustancial con el mundo de los negocios, frente a la que no cabe -- una victoria absoluta. El hecho de que la incertidumbre pueda, en el mejor de los casos, atenuarse más no eliminarse por completo, impide realizar con seguridad la aspiración probable hacia la --

maximización de los beneficios.(15)

Basta con que la empresa sea incapaz de conocer con precisión sus funciones de ingresos y costes para que no sea posible determinar la combinación óptima de precio-output, como apunta Curwen.(16) Por su parte, Hawkins (17) abundando en el mismo punto señala además que sería preciso conocer no sólo las funciones de ingresos y costes de un período, sino toda la serie de éstas correspondientes a un horizonte temporal dilatado, dado que existirá interdependencia entre las soluciones de equilibrio de unos períodos con otros. Así,la postura neoclásica centra su atención, sobre todo, en la maximización de las ganancias a corto plazo y a partir de ello deduce que maximizando las ganancias en cada uno de los distintos períodos se obtendrá en consecuencia la maximización a largo plazo también. Sin embargo, el error estriba precisamente en considerar la inaependencia entre los distintos períodos. La política adoptada en un momento repercute en el siguiente y así sucesivamente, con lo cual incluso aun cuando fuera factible conocer perfectamente las funciones de ingresos y costes de las empresas en cada momento, hecho que no se da desde luego, la posición de equilibrio establecida a partir de las mismas no otorgaría ninguna seguridad de que obrando de esta manera se estaría garantizando la maximización de las ganancias a largo plazo. Puede ocurrir que una combinación óptima precio/output de hoy haga alterar significativamente las condiciones de mercado de mañana (recuérdese las observaciones formuladas al describir, por ejemplo, los modelos de prevencion de entrada de nuevas firmas), de tal suerte que aun cuando se volvieran a calcular las nuevas condiciones de equilibrio capaces de proporcionar el máximo beneficio, puede resultar que la cifra de ganancias fuera in-

ferior a la que se hubiera conseguido habiendo adoptado al principio una estrategia distinta de la que preconizaba el análisis marginalista puro. A estos inconvenientes de falta de conocimiento respecto al presente y futuro de las empresa, habría que añadir el deconocimiento inherente al medio ambiente actual y posterior, con lo cual se comprenderá la inoperancia de los modelos de maximización de beneficios en su versión tradicional.(18)

Por consiguiente, las empresas se verán precisadas a utilizar fórmulas más o menos toscas para establecer sus programas de actuación.(19) La principal de estas reglas es fijar los precios a partir de los costes de producción, para un volumen de actividad dado, añadiendo a los costes un margen en concepto de beneficios y ver qué pasa en el mercado con esa combinación de precio y cantidad. Como es natural, la experiencia, es decir, el aprendizaje de las organizaciones permitirá ir mejorando los pronósticos o tanteos realizados, pero nunca será posible saber, si las empresas están o no maximizando sus beneficios al estilo de los modelos neoclásicos. (20)

A lo sumo puede admitirse que las empresas declaran intencionalmente que actúan en pos de la maximización de sus ganancias, pero esta declaración en ningún caso podrá contrastarse de modo incontrovertible, dado que los programas de actuación deben elaborarse fuera del marco de los modelos marginalistas, en base a la política de precios derivada de los costes más un margen de beneficios.(21)

El peso de la incertidumbre, innata a la vida económica, convierte en mera declaración formal la supuesta finalidad de maximizar los beneficios en sentido neoclásico. No obstante, hay autores que sostienen que no es preciso conocer con exacti--

tud las funciones de ingresos y de costes para alcanzar un volumen óptimo de ganancias. Precisamente, Hall y Hitch (22) que fueron los primeros que defendieron la utilización del "mark-up" o método de fijación de precios en función de los costes incurridos, como oposición a las reglas neoclásicas, advierten que esta técnica no es incompatible con la maximización de los beneficios por parte de las empresas. Así, en opinión de estos autores, una política de márgenes fijos conduce a una política de precios estrictamente vinculada a la evolución de los costes exclusivamente, con lo cual es indemostrable si por casualidad se está actuando en régimen de maximización de beneficios o no, situación esta última que seguramente será más probable; por contra, una política de márgenes flexibles que vengan determinados por la marcha del mercado, se aproxima bastante al mecanismo operativo de los modelos marginalistas, aunque hay que dejar bien a las claras que en todo caso esta política no puede equipararse a las leyes de maximización neoclásicas, sino que más bien habría que entender el término maximización en el sentido de lo mejor posible en vista de las circunstancias y sujeto a las naturales dudas. James S. Early, (23) postula la idea de la "búsqueda sistemática temporal de ganancias factibles más altas" que, desde luego, es algo distinto de la maximización de beneficios de los modelos marginalistas, pues con buena lógica, reconoce las incapacidades inherentes a estos modelos que los hacen inaplicables en la práctica; Early tampoco queda satisfecho con la idea de beneficios satisfactorios, como si se tratara de una meta estática que las empresas tienden a perpetuar, sino que partiendo de esta idea de nivel de aspiración sostiene que las empresas se esfuerzan constantemente por mejorar sus tasas de ganancias, no contentándose con permanecer en las posiciones alcanzadas en el pasado, sino que tratan de escalar permanentemente hacia niveles más satisfactorios.

No parece haber duda, pues, en que la maximización de beneficios del análisis marginalista es totalmente inaplicable. Por el contrario, las únicas políticas de precios que tienen viabilidad en la práctica arrancan de los costes a los que se añade un margen de beneficios a determinar.(24) Ahora bien, este enfoque realista del comportamiento empresarial no tiene por qué llevar a postular indubitablemente un nivel de aspiración en cuanto al montante de las ganancias, según se ha dejado entrever, en contraposición a la maximización de las mismas. La defensa de la cifra de beneficios satisfactorios, como exponente del comportamiento global de las modernas compañías, entendida como actitud deliberada por parte de éstas que les lleva a perseguir de modo organizado un determinado volumen global de ganancias, equivalente a una tasa de rentabilidad dada sobre los recursos financieros invertidos en la firma, volumen que servirá para establecer el margen de la política de precios en un determinado nivel y no en otro, exige la inclusión de nuevos supuestos que expliquen por qué las empresas estarán dispuestas a asegurar una tasa satisfactoria de beneficios renunciando a alcanzar la hipotética tasa máxima.

No hay que olvidar que el método "mark-up" de fijación de precios puede ser compatible a priori con cualquiera de las posibles hipótesis acerca de la finalidad preponderante en el seno de las grandes compañías (maximización de los beneficios a corto plazo o a largo plazo, maximización de la función de utilidad directiva en sus distintas versiones, tasa de beneficios satisfactorios...), pues el único problema radica en el distinto margen de recargo exigido por cada una de estas hipótesis alternativas. Así, si lo que se defiende es la maximización de las ganancias a corto plazo, los márgenes pueden ser elevados y flexi-

bles; si lo postulado fuera, en cambio, la maximización de las ganancias a largo plazo con cobertura eficaz frente al acceso de -- nuevos competidores, los márgenes serían inferiores y flexibles, mientras que si fuera la maximización de la cifra de ventas con - restricción de beneficios,los márgenes podrían ser aun menores o si lo que se pretende es conseguir una tasa de beneficios satis-- factorios para los capitalistas-propietarios con independencia de cualquier otra preocupación, los márgenes a aplicar serían los correspondientes a la tasa deseada para el volumen de salidas pre-- visto, etc.

Lo que se quiere poner de manifiesto es que el reconocer que las políticas de precios habituales arrancan del cálculo de los costes a los que se adicionan unos ciertos márgenes de recargo, cosa que parece empíricamente probada, no debe prejuzgar - necesariamente que la finalidad predominante de la gran compañía deba ser la obtención de beneficios satisfactorios, frente a cualquier otra alternativa que pueda esgrimirse sobre este particular. Ciertamente, la opinión que sostenga la prevalencia de los beneficios satisfactorios como configurador del comportamiento global - de las empresas tendrá que venir respaldada por argumentos específicos más profundos, emanados del mundo motivacional de los agentes que componen la corporación moderna, lo cual trascenderá lógicamente a la política de precios práctica apuntada, es decir, - ha de quedar claro que si la meta propugnada fuera otra distinta, la misma regla de fijación de precios seguiría subsistiendo, si bien los márgenes de recargo exigidos en este caso podrían discrepar de los de la primera alternativa relatada. (25)

El principal soporte de que la meta primordial de las grandes compañías consiste en obtener beneficios satisfactorios para los capitalistas-propietarios se encuentra en la relevancia

obvia de la supervivencia a largo plazo. Así, más importante que intentar maximizar las ganancias, lo cual exigiría una estrategia global altamente agresiva, atentatoria por demás de la continuidad pacífica dentro del medio ambiente, las empresas se mostrarán mayormente interesadas por alcanzar unas cifras de beneficios más conformistas, correlato claro de unas políticas menos arriesgadas que proporcionan una mayor seguridad a la presencia futura de --- aquéllas en sus niveles medios obtenidos en el pasado. La consecución de beneficios para los propietarios jurídicos de la empresa capitalista constituye, como es natural, un requisito imprescindible, al menos a largo plazo, para que la unidad económica no se venga abajo, pero también son precisos otros requisitos, algunos de los cuales pueden entrar en colisión con el beneficio y demandar por tanto un mecanismo de negociación, por el que se renuncie a una parte del beneficio en aras a reforzar otro elemento -- igualmente necesario para la continuidad (liquidez, riesgo, cuota de mercado, etc). Por otro lado, bastará con un volumen satisfactorio y no máximo para que los propietarios se sientan suficientemente recompensados. Finalmente, la opinión que defiende la prioridad de los beneficios satisfactorios encuentra otro fuerte argumento en la preponderancia alcanzada por los equipos directivos respecto a la toma de decisiones estratégicas en detrimento del estamento capitalista-propietario, según hemos comentado extensamente en otros lugares de este trabajo, razón por la cual el interés de estos profesionales estará centrado más en apuntalar la supervivencia a largo plazo que en ofrecer beneficios máximos a sus administrados. (26)

La contundencia de estas argumentaciones constituye un tanto a favor de estas opiniones doctrinales. Hay que apresurarse a decir, sin embargo, que el hecho de que la obtención de benefi-

cios satisfactorios encaje dentro de una perspectiva auténticamente realista del comportamiento empresarial, no implica que esto vaya a ser el rasgo más destacado de la manera de obrar de las grandes compañías de nuestra época.(27) Desde luego, para lo que sí parece servir es para desterrar la quimérica ilusión mantenida por ciertos tratadistas, incluso en la actualidad, que el afán primordial de las empresas sigue siendo la maximización de las ganancias. Asímismo, también revela otro hecho insoslayable que debe ser tenido en cuenta por cualquier aportación doctrinal referente al tema de los fines de la empresa. Así, todas las teorías que pretendan acercarse al mundo real observado deben dar entrada a un volumen de beneficios satisfactorios, bien como meta preferente de carácter global, bien como restricción de otra meta cualesquiera que pueda postularse como característica esencial del comportamiento estratégico de naturaleza permanente de las corporaciones de gran tamaño. Por último, sostener la idea de beneficios satisfactorios, ya como fin, ya como restricción, no implica que su magnitud en términos relativos, es decir, la tasa señalada como satisfactoria, deba mantenerse perennemente en una determinada cuantía. Lo que está detrás de esta idea es la conveniencia de estabilizar de modo prolongado el medio ambiente, por lo que aún cuando la idea de beneficios satisfactorios no excluye la búsqueda de mejoras en el terreno de la rentabilidad de los recursos, la repercusión de esta tarea se hará sentir escasamente en el seno de las grandes compañías y, en todo caso, se tratará de que su incidencia sea lo más tenue posible, procurando que los cambios de política empresarial se distancien considerablemente, a menos que surjan acontecimientos trascendentales en el medio ambiente que obliguen a corregir apresuradamente la postura que se había planeado.

9.2.- Bosquejo de las principales teorías de beneficios satisfactorios.

No es posible desentrañar ni por asomo los innumerables trabajos que han ido apareciendo en la literatura económica que pueden quedar adscritos genéricamente a la esfera de los modelos de beneficios satisfactorios. Naturalmente, no todas las aportaciones del género se encuentran desarrolladas por igual, sino que cada una hace hincapié en una determinada faceta en especial, lo cual no obsta para que todas ellas puedan quedar encuadradas bajo el mismo patrón.

Sin pretender ni mucho menos enumerar exhaustivamente todos los autores que han defendido esta idea, mencionaremos entre otros a:

1º.- Teorías biológicas, entre las que destacan las aportaciones de K.E. Boulding (28) acerca de la homeóstasis empresarial que sostiene la idea de unos beneficios-norma de carácter estable y los de la viabilidad de A. Alchian,(29) quien defiende el comportamiento adaptativo de las empresas que tiende a llevarlas a imitar el modo de actuar de las que brillan por sus éxitos, utilizando para ello un proceso de prueba y error que irá conformando las políticas idóneas que las vaya llevando a posiciones más favorables.

2º.- Teorías del comportamiento satisfactorio propiamente dichas, entre las que destaca H.A. Simon, (30) portavoz cualificado de la idea de beneficios satisfactorios, pieza central de sus elaboraciones, sujeto a la consecución de cierta cuota de mercado o a un cierto volumen de ventas; otros representantes dignos de mención son R.M. Cyert y J.G. March (31) quienes defienden

la existencia de objetivos múltiples, entre los que se encuentra el de obtención de beneficios, establecidos todos ellos a un nivel de aspiración que el aprendizaje de la organización va decantando a través del tiempo;H.I. Ansoff,(32) quien aporta algunas matizaciones respecto a la postura de Cyert y March, cuando diferencia entre objetivos de los participantes o indivíduos y los propios de la compañía, a su vez, distingue entre objetivos económicos y no económicos, así como responsabilidades y restricciones de ellos, todo en un contexto de búsqueda de unos niveles satisfactorios para los referidos objetivos, apoyada en la consideración de sinergia y de la propia diversificación empresarial; R.A. Gordon, (33) para quien la supervivencia es la primera preocupación del hombre de empresa, lo cual se consigue mediante beneficios satisfactorios a largo plazo, intentando al mismo tiempo lograr la máxima estabilidad posible a sus relaciones con sus clientes, proveedores, competidores, mercados financieros, etc, utilizando para establecer sus precios no los costes marginales, sino los costes medios; J. Margolis,(34) quien partiendo de la existencia de incertidumbre en el medio, diseña la política empresarial idónea para protegerse de lo desconocido, pues aunque las empresas buscan mayores beneficios, como operan en un medio no previsible, no actuarán como entes sabios o mecánicamente, sino adaptativamente como unidades deliberantes, adoptando niveles de beneficios satisfactorios que aseguren la supervivencia a largo plazo y que sean iguales o superiores a los beneficios normales o costes de oportunidad.

3º.- Teorías de la supervivencia, entre las cuales se encuentran K.W. Rothschild,(35) quien defiende la idea de beneficios seguros a largo plazo, lo que lleva a evitar inversiones con riesgo excesivo, que son los mismos que llevarían a maximizar los

beneficios, pero la empresa preferirá apuntalar su continuidad a cambio de aceptar ganancias inferiores; W. Fellner, (36) quien -- lanza la idea de margen de seguridad; P. Drucker (37) quien sostiene la necesidad de sobrevivir a largo plazo; J. Dean (38) --- quien sostiene que las empresas aspiran a tener liquidez suficiente de sus inversiones combinada con una rentabilidad satisfactoria; D.C. Hague,(39) quien sostiene que las empresas, grandes o pequeñas están menos interesadas en alcanzar beneficios máximos que en conseguir unas ganancias confortables y seguras y que no - siendo posible el empleo de las técnicas marginalistas tienen que acudir a reglas de tanteo para fijar los precios, etc.

4º.- Teorías de la discrecionalidad directiva: B. Higgins (40) sostiene que las motivaciones e intereses personales de los administradores entran en conflicto con la hipotética maximización de beneficios, manifestando que siempre existirá una mezcla entre motivos que inducen a producir un output inferior al -- que supone la maximización de las ganancias (ocio, vida tranquila etc.), motivos que llevan a rebasar ese output (prestigio, poder, crecimiento, etc.) y motivos para mantener la situación sea cual fuere ésta o deseo conservador, siendo la conducta concreta un - producto complejo de todos estos motivos, inclinada hacia los aspectos que tengan mayor predominio. Pues bien, J.R. Hicks (41) opina que predomina el deseo de vida tranquila, lo que lleva a - preferir más ocio a cambio de beneficios únicamente satisfactorios. O.E. Williamson (42) defiende la discrecionalidad administrativa, arguyendo que los directivos profesionales persiguen únicamente beneficios satisfactorios, después de lo cual cobran enorme interés para ellos los deseos de poder, prestigio y otros objetivos no pecuniarios. Monsen y Downs (43) sostienen, por su parte, que los gerentes profesionales tratarán de incrementar al máximo

sus ingresos personales a lo largo del tiempo y cualquiera que - existe asimetría entre los premios recibidos por los éxitos logrados y las penalizaciones ante los fracasos que se castigan con -- más fuerza en términos monetarios, la consecuencia evidente de -- ello es que los administradores preferirán adoptar riesgos adecuados que les lleve a un nivel de beneficios satisfactorios.

9.3.- La fijación de precios con tasa de beneficios satisfactorios planeada en base a los costes.

Una vez desarrollada a grosso modo la relación de algunos de los principales trabajos que apoyan la finalidad de obtención de beneficios satisfactorios, intentaremos ofrecer una síntesis de la mecánica operativa que exigen los modelos de esta especie que vendrán plasmados en un peculiar método de fijación de precios que podemos denominar "precios con tasa de beneficios satisfactoria planeada" (target return pricing)

Estos modelos genéricamente pueden encuadrarse dentro de los llamados métodos de fijación de precios en base a las cifras de costes (cost-plus pricing), métodos realistas defendidos por Hall y Hitch primeramente y, más tarde, apoyados y contrastados por los trabajos de otros muchos autores, Saxton (44), Dean (45), Oxenfeldt (46), Heflebower (47), etc. La idea matriz radica en que las empresas en la práctica parten de sus costes reales a la hora de establecer el precio de sus productos, costes definidos para un cierto nivel de actividad que será, por lo general, el output normal o standard de las plantas productivas, añadiéndose a los costes un cierto margen de beneficios (mark-up) capaz de proporcionar una tasa de rentabilidad satisfactoria sobre los recursos financieros invertidos en la empresa.(46)

Existen más de una variante en cuanto a la base sobre la que habrán de calcularse. Así, hay empresas que optan por tomar como base los costes totales (full-costs) para calcular los márgenes de recargo y, en cambio, otras prefieren utilizar los costes variables o directos (direct-costs), como fórmulas más extendidas. Sea como fuese, lo cierto es que este detalle es meramente accidental, ya que al retender una tasa de rendimientos -

satisfactorios, la utilización de una u otra base no tendrá más trascendencia que en lo que se refiere a la magnitud del margen, que habrá de ser menor para el "full-cost" y mayor para el "direct-cost", pues el precio de los bienes para el volumen de ventas programado, compatible con el objetivo de beneficios planeado, tendrá que ser el mismo, (49) cualquiera que sea la base de costes utilizada.

En los modelos de beneficios satisfactorios se comienza por definir la tasa de beneficios que se desea alcanzar. (50) La tasa objetivo se aplica normalmente sobre el volumen de recursos financieros totales de carácter permanente manejados por la empresa, o bien sobre los recursos permanentes propios, con lo cual queda determinado el volumen global de las ganancias que se desean conseguir. A continuación se confecciona el programa de ventas que se espera colocar en el mercado y, en consecuencia, el programa de producción, etc. calculando para dicho nivel de actividad, los costes de las unidades que se espera vender. Conocido el volumen global de beneficios programados y el importe del coste de las ventas, una simple relación entre estas magnitudes establecerá el margen que se debe recargar por término medio al coste del producto para alcanzar la tasa de beneficios que se estima satisfactoria.

Algebraicamente, el método de fijación de precios con tasa de beneficios satisfactoria planeada puede representarse de la siguiente manera: (51)

r = tasa de beneficios planeada sobre los recursos financieros totales de carácter permanente.

R = volumen global de los recursos financieros totales de carácter permanente manejados por la empresa.

R = P + L los recursos financieros permanentes son la suma de los recursos financieros propios P más los recursos financieros ajenos permanentes L

i = coste unitario de los recursos financieros ajenos permanentes

r' = tasa de beneficios planeada sobre los recursos financieros propios (alternativa frente a r)

B = beneficios globales satisfactorios programados = r P + L(r-i), o bien, si lo que se planea directamente es r': B = r'P (52)

C = coste de las ventas para el programa de ventas elaborado, lo cual es un dato conocido.

m = margen a aplicar sobre el coste de los productos para fijar su precio de venta, el cual es la verdadera incógnita a despejar. Su solución se encuentra en una cualquiera de las dos expresiones siguientes:

$$m = \frac{r'P}{C} \text{ , o bien, } m = \frac{rP + L(r-i)}{C}$$

aplicándose, una u otra, según que la tasa de beneficios programada sea sobre los recursos financieros propios o sobre los recursos financieros totales permanentes respectivamente.

9,4.- Algunas versiones de los modelos de beneficios satisfactorios.

Otras modalidades de presentación del mismo método de fijación de precios y márgenes para una tasa de beneficios satisfactorios planeada serían:

9,4,1.- Empresa monoproductiva.

I.-En base a costes directos.

q = número de unidades que se programa vender. Este volumen se establecerá mediante estudio de mercados o cualesquiera otra fórmula capaz de determinar el volumen del output que se espera colocar en el mercado.

q' = número de unidades que se programa producir con destino a la venta o al almacenamiento; el número de unidades del programa de producción puede discrepar del numero de unidades del programa de ventas, de acuerdo con la política de stocks seguida.

C_D = costes directos globales del programa de producción planeado

c_D = costes directos unitarios = $\frac{C_D}{q'}$

K = cargas de estructura o costes fijos globales programados.

M = Beneficios por unidad vendida sobre costes directos

B = beneficios globales satisfactorios programados. Como antes, podría tener dos formas de expresión:

1ª) $B = r'P$; 2ª) $B = rP + L(r-i)$

m = porcentaje a aplicar sobre el coste directo del producto para calcular su precio de venta = M/c_D

p = precio de venta del producto que es la incógnita a despejar y que equivaldrá a $c_D\ (1+m)$

En consecuencia, podemos plantear la siguiente relación:

$q(p-c_D) = K + B$, con lo cual

$M = \frac{K + B}{q}$, o bien, $m = \frac{K + B}{qc_D}$, y en definitiva:

$$p = \frac{qc_D+K+B}{q} = \frac{qc_D+K+rP+L(r-i)}{q} = \frac{qc_D+K+r'P}{q} \quad (3)$$

Estas fórmulas elementales serían válidas en el caso de que $q \leq q'$. En el supuesto contrario, es decir, $q > q'$ entonces existiría una pequeña discrepancia, ya que la diferencia $(q-q')$ procederá de artículos previamente almacenados, producidos en períodos anteriores en los que, posiblemente, el coste directo unitario pudo haber sido distinto del coste directo unitario del programa de producción actual. En consecuencia:

$$p = \frac{q'c_D + (q-q')c'_D + K + B}{q}$$

en donde c'_D representa el coste directo de las unidades almacenadas $(q-q')$ que completan las unidades producidas q', para abastecer las necesidades de ventas previstas q.

II.-En base a costes totales

Se utilizan las mismas notaciones anteriores, con las sustituciones que siguen:

c_T = costes totales unitarios = $\frac{C_D + K}{q'}$

M' = beneficios por unidad vendida sobre costes totales.

m' = margen o porcentaje a aplicar sobre el coste total del producto para calcular su precio de venta p', es decir: $m' = \frac{M'}{c_T}$

En estas condiciones debe ocurrir que:

$q(p'-c_T) = B$, con lo cual

$M' = \frac{B}{q}$, o bien, $m' = \frac{B}{qc_T}$, o sea: $p' = \frac{qc_T + B}{q}$

y subsituyendo c_T por su equivalente se llegaría a otra expresión de p' semejante a la que resulta para los costes directos a saber:

$$p' = \frac{qc_D + q\,\frac{K}{q'} + B}{q}$$

fórmulas que, como en el caso anterior, serán válidas cuando $q \leq q'$. Puede observarse cómo el precio aplicando el "Full-cost" sería ligeramente inferior en el supuesto de que las ventas programadas fueran algo menores que la producción programada, dado que la valoración de las unidades que pasan a engrosar el stock almacenado es algo mayor, por llevar incorporadas parte de las cargas de estructura. Por el mismo motivo, si q=q' los precios p y p' serían idénticos, pues en ambos casos la recuperación de las cargas de estructura es plena, aunque por itinerarios conceptuales distintos.

Por el contrario, las fórmulas no sirven estrictamente si las ventas programadas superan el programa de producción habiendo necesidad de echar mano de unidades almacenadas, es decir,

cuando $q > q'$. En este caso, podría existir alguna diferencia en el precio, puesto que es muy probable que el coste unitario total de las unidades procedentes del stock almacenado difiera del coste unitario total programado para el presente período. En consecuencia, el precio a que debería venderse el producto sería:

$$p' = \frac{q' c_T + (q - q') c'_T + B}{q}$$

siendo c'_T el coste unitario total a que están valoradas las unidades que se toman del almacén para abastecer la demanda prevista.

9.4.2.- Empresa multiproductiva

I.- En base a costes directos.

Las notaciones vendrían transformadas ahora de la manera siguiente:

$(q_1, q_2, \ldots, q_n)$: número de unidades que se programa vender de cada producto.

$(q'_1, q'_2, \ldots, q'_n)$: número de unidades que se programa producir de cada producto.

$(p_1, p_2, \ldots, p_n)$: precio de venta a calcular de cada producto.

$(C_{D_1}, C_{D_2}, \ldots, C_{D_n})$: costes directos globales del programa de producción de cada producto.

$(c_{D_1}, c_{D_2}, \ldots, c_{D_n})$: costes directos unitarios de cada producto --

$$\left(\frac{C_{D_1}}{q'_1}, \frac{C_{D_2}}{q'_2}, \ldots\ldots, \frac{C_{D_n}}{q'_n} \right)$$

$(K_1, K_2, \ldots, K_n)$: cargas de estructura o costes fijos globales -- propios de cada producto resultantes de los programas elaborados, siempre que fuera posible -- llegar a segregar estos datos pues, de lo con--

trario. existiría una sola cifra de las cargas de estructura conjuntas.

K : cargas de estructura o costes fijos globales - programados comunes para la totalidad de los - productos, independientemente de los costes fijos globales propios.

$(M_1, M_2, \ldots, M_n)$: beneficios por una u. vendida de cada producto sobre sus costes directos unitarios respectivos $(p_1 - c_{D_1}), (p_2 - c_{D_2}), \ldots, (p_n - c_{D_n})$

Planteado de esta forma el problema, debiera ocurrir -- que:

$$q_1(p_1 - c_{D_1}) + q_2(p_2 - c_{D_2}) + \ldots + q_n(p_n - c_{D_n}) = K_1 + K_2 + \ldots + K_n + K + B$$

$$q_1 M_1 + q_2 M_2 + \ldots \ldots + q_n M_n = K_1 + K_2 + \ldots + K_n + K + B$$

resultando imposible despejar de esta única igualdad las n incógnitas correspondientes a los beneficios unitarios $(M_1, M_2 \ldots M_n)$. a menos que se establezca alguna hipótesis complementaria.

El problema podría resolverse igualando los beneficios unitarios de cada producto, puesto que al ser $(M_1 = M_2 = \ldots = M_n)$ solamente existiría una incógnita. Esta no parece ser una conjetura - operativa dado que los respectivos costes directos pueden ser muy dispares, con lo cual sería ilógico recargar los mismos benefi--- cios a un producto cuyo coste fuera sensiblemente inferior al de otro. Por este motivo, parece mucho más lógico recargar a todos los productos el mismo porcentaje sobre los costes directos unitarios de cada uno de ellos, con lo cual se evitaría la anomalía -- comentada. Llamando m al porcentaje de recargo único sobre los -- costes directos unitarios de los diferentes productos, ello equivaldría a sustituir:

$M_1 = m\ c_{D_1}$; $M_2 = m\ c_{D_2}$;.....; $M_n = m\ c_{D_n}$, con lo que:

$$m = \frac{K_1 + K_2 + \ldots + K_n + K + B}{q_1\ c_{D_1} + q_2\ c_{D_2} + \ldots + q_n\ c_{D_n}}$$

y una vez obtenido el porcentaje común de recargo sobre los costes directos sería sencillo calcular los precios de venta de los diferentes productos.

Al igual que en la producción y venta de un sólo producto, esta fórmula tendría validez cuando las ventas programadas de los distintos productos igualasen como máximo el número de unidades que se proyecta producir. Si las ventas programadas de ciertos productos rebasasen los planes de producción y dado que los costes directos de los productos almacenados diferirán de los costes directos de las series programadas últimamente, habría que replantear la formulación del problema en sentido estricto.

Un procedimiento para resolver este inconveniente consistiría en operar previamente de la forma que hemos establecido para el caso contrario, aunque el volumen de unidades que se proyecta producir no abarque el volumen de ventas previsto. Así, se llegaría a un margen que aplicado a los costes directos previstos para cada producto llevaría fácilmente al cálculo de los precios respectivos. Ahora bien, cualquiera que los costes directos de las unidades almacenadas que hay que tomar por complementar el número de los productos de cara a abastecer el mercado, diferirán de los costes directos de la producción programada, de ---aquí que al calcular el porcentaje único de recargo sobre los --costes directos previstos, ocurrirá que las unidades almacenadas que se venden al mismo precio que las que se piensan producir --proporcionarán un beneficio mayor o menor que estas últimas, se-

gún que los costes directos de las almacenadas fueran inferiores o superiores respectivamente a los del programa de producción -- preparado para el período inmediato. Esto quiere decir que calculando sobre las unidades almacenadas que pasan a la venta las diferencias positivas o negativas sobre los beneficios derivados - de la aplicación del margen de recargo hallado, éstas podrían -- restarse o sumarse a las cargas de estructura más los beneficios satisfactorios planeados, con lo cual se volvería a evaluar un - nuevo margen corregido m_c que sería menor o mayor que el m previamente calculado. Aplicando el porcentaje corregido nuevamente sobre los costes directos se podría llegar a determinar los precios definitivos de los productos compatibles con el volumen de beneficios que se fija como meta.

En relación con lo apuntado, hay que suponer que los - costes directos de las unidades almacenadas normalmente serán menores que los previstos para las unidades del programa de producción, en base a la inflación sostenida que se viene observando - desde tiempo atrás, razón por la cual el margen corregido deberá ser algo menor que el originalmente calculado. La formulación general de este nuevo margen en el supuesto de que todas o algunas de las $(q_1, q_2, \ldots, q_n)$ fuera mayores que las $(q'_1, q'_2, \ldots, q'_n)$ tendría la siguiente forma:

$$m_c = \frac{K_1 + K_2 + \ldots + K_n + K + B - \left[(q_1 - q'_1)(c_{D_1} - c'_{D_1}) + (q_2 - q'_2)(c_{D_2} - c'_{D_2}) + \ldots + (q_n - q'_n)(c_{D_n} - c'_{D_n})\right]}{q_1\, c_{D_1} + q_2\, c_{D_2} + \ldots + q_n\, c_{D_n}}$$

en la que habrá que tener presente que sólo aparecerán como miembros del corchete, aquellos productos para los que las unidades

programadas como venta superasen el número de las previstas como producción, es decir, los $(q_j - q'_j)$ exclusivamente positivos y naturalmente siempre que los $(c_{D_j} - c'_{D_j}) \neq o$, porque de lo contrario no tendría sentido la modificación introducida.

Claro que en vez de haber procedido de esta manera, podría haberse evitado la rectificación en aras a la sencillez operativa, sobre todo, si las diferencias $(q_j - q'_j)$ y $(c_{D_j} - c'_{D_j})$ son escasamente significativas, ya que entonces la cifra de beneficios satisfactorios previstos sobre el papel se alcanzaría en términos razonables, aspiración ésta que puede sustituir perfectamente a la de exactitud plena en la mayor parte de los problemas económicos y contables.

II.-En base a costes totales.

El procedimiento operativo es en realidad análogo al del caso anterior, pudiendo servir las mismas notaciones empleadas, salvo que los beneficios por unidad vendida se calcularán ahora sobre los costes totales unitarios dando por ello origen a una serie distinta $(M'_1, M'_2, \ldots, M'_n)$ que resultará de restar de la serie de precios $(p'_1, p'_2, \ldots, p'_n)$ la serie de costes totales unitarios $(c_{T_1}, c_{T_2}, \ldots, c_{T_n})$ programados. Pueden existir dos modalidades distintas de definir la serie de costes totales, según que se tomen únicamente en cuenta los costes fijos propios de cada producto con exclusión de las cargas de estructura comunes a todos ellos, o bien que se incluyan también estas últimas arbitrando cualesquiera sistema o módulo de reparto entre los distintos productos. La serie de costes totales unitarios para las dos modalidades podría venir representada de la siguiente manera:

.../...

Modalidad 1ª:

$$c_{T_1} = \frac{C_{D_1} + K_1}{q'_1} \; ; \; c_{T_2} = \frac{C_{D_2} + K_2}{q'_2} \; ; \ldots\ldots ; \; c_{T_n} = \frac{C_{D_n} + K_n}{q'_n}$$

Modalidad 2ª:

módulos de reparto de K : $(\alpha_1 + \alpha_2 + \ldots\ldots + \alpha_n = 1)$

$$c'_{T_1} = \frac{C_{D_1} + K_1 + \alpha_1 K}{q'_1} \; ; \; c'_{T_2} = \frac{C_{D_2} + K_2 + \alpha_2 K}{q'_2} \; ; \ldots\ldots ; \; c'_{T_n} = \frac{C_{D_n} + K_n + \alpha_n K}{q'_n}$$

con lo cual podría establecerse una ecuación de equilibrio para cada modalidad del siguiente tenor:

1ª) $q_1(p'_1 - c_{T_1}) + q_2(p'_2 - c_{T_2}) + \ldots\ldots + q_n(p'_n - c_{T_n}) = K + B$,

o lo que es lo mismo:

$$q_1 \; M'_1 + q_2 \; M'_2 + \ldots\ldots\ldots + q_n \; M'_n = K + B$$

2ª) $q_1(p''_1 - c'_{T_1}) + q_2(p''_2 - c'_{T_2}) + \ldots\ldots + q_n(p''_n - c'_{T_n}) = B$,

o lo que es lo mismo:

$$q_1 \; M''_1 + q_2 \; M''_2 + \ldots\ldots\ldots + q_n \; M''_n = B$$

Manteniendo la hipótesis del recargo porcentual único para todos los productos empleada para los cálculos del supuesto anterior se llegaría a despejar el margen para cada una de las dos modalidades antedichas:

1ª $$m' = \frac{K + B}{q_1 \; c_{T_1} + q_2 \; c_{T_2} + \ldots\ldots + q_n \; c_{T_n}}$$

2ª $$m'' = \frac{B}{q_1 \; c'_{T_1} + q_2 \; c'_{T_2} + \ldots\ldots + q_n \; c'_{T_n}}$$

Encontramos, como en el supuesto anterior, que estas fórmulas son aplicables siempre que la venta de los distintos productos sea inferior a su producción programada, es decir, para $q_j \leq q'_j$ siendo $j = (1,2,\ldots,n)$. Si ocurriera lo contrario, o sea $q_j > q'_j$ sería menester modificar las fórmulas en los siguientes términos:

1ª)

$$m'_c = \frac{K+B-\left[(q_1-q'_1)(c_{T_1}-c^a_{T_1})+(q_2-q'_2)(c_{T_2}-c^a_{T_2})+\ldots+(q_n-q'_n)(c_{T_n}-c^a_{T_n})\right]}{q_1\ c_{T_1}+\ldots\ldots+\ q_n\ c_{T_n}}$$

siendo $c^a_{T_j}$ los costes totales unitarios de las unidades tomadas del almacén para la venta. Solamente intervendrán los factores de $(q_j-q'_j) > o$ y naturalmente tendría que ocurrir que $su(c_{T_j}-c^a_{T_j}) \neq o$ para que tenga sentido la variación.

2ª)

$$m''_c = \frac{B-\left[(q_1-q'_1)(c'_{T_1}-c'^a_{T_1})+(q_2-q'_2)(c'_{T_2}-c'^a_{T_2})+\ldots+(q_n-q'_n)(c'_{T_n}-c'^a_{T_n})\right]}{q_1\ c'_{T_1}+\ q_2\ c'_{T_2}+\ldots+\ q_n\ c'_{T_n}}$$

con las mismas salvedades apuntadas para la modalidad precedente.

Los modelos de beneficios satisfactorios con la tasa planeada de las empresas de multiproducción que se acaban de exponer en varias de sus modalidades más utilizadas incluyen una hipótesis excesivamente simplista, cual es la de considerar que los precios de los distintos productos irán recargados por el mismo porcentaje sobre sus costes respectivos. Mantener a ultranza esta norma sería algo prácticamente inviable, máxime cuando la empresa produce una gran variedad de artículos y cuando actúa en diversos sectores industriales simultáneamente. Naturalmente, las condiciones de mercado (demanda y competencia) de los diferentes produc--

tos difícilmente podrán ser las mismas y asimismo la compañía lógicamente no podrá adoptar una estrategia uniforme para todos los productos que explota. Ello obligará a introducir alguna modificación en las fórmulas enunciadas en líneas anteriores. (54)

Podríamos hablar largo y tendido acerca de las cuestiones relativas a las condiciones de mercado, la estrategia comercial, etc. de los diferentes productos, pero creemos que basta con reseñar algunos pormenores aislados, ya que lo que interesa es llegar a comprender el por qué no resultará viable la norma del porcentaje único de recargo y, en consecuencia, cuáles pueden ser los mecanismos de resolución del modelo de beneficios satisfactorios cuando esto ocurre.(55) Así, por ejemplo, entre la gama de productos pueden existir algunos nuevos cuya incidencia en el mercado será poco conocida y la empresa puede considerar, al menos en una primera etapa, establecer un precio determinado para tantear su impacto comercial, pudiendo escoger como guía el precio de mercado de los productos que pueden considerarse sustitutivos de los que se propone lanzar. Del mismo modo, la compañía puede dominar el mercado de determinados productos, mientras que en otros puede existir una empresa líder que es la que marca en la práctica los precios de aquéllos,lo que obligará a adoptar los que ésta última establezca. También puede explotar productos sometidos a una fuerte competencia, lo que le forzará a seguir los precios de mercado con independencia de cuáles sean sus costes de obtención. Para ciertos productos puede estimar necesario adoptar una estrategia de penetración creciente en el mercado, con la intención de potenciar su cuota de ventas, pensando que es recomendable vender con precios bajos e incluso con pérdidas que subsidiarán inicialmente las explotaciones rentables. En otras ocasiones, estimará conveniente discriminar los márgenes de beneficios

según los diferentes productos, posiblemente en relación con el grado de dominio de mercado ejercido para los diferentes productos. Los ejemplos apuntados y otros muchos más que pudieran escogrimirse llevan todos ellos a la clara conclusión de que la política de margen único generalizado es normalmente impensable, -- existiendo una serie de productos para los que el cálculo de sus precios debe venir establecido a través de otros patrones.

Pueden plantearse diferentes soluciones alternativas en conexión con los hechos que se acaban de relatar. Así nos limitaremos a comentar sucintamente algunas de estas modificaciones de las formulaciones previamente reseñadas.

Una primera variación pudiera referirse al hecho de que entre los n productos que comercia la compañía, existe una porción de ellos para los que la empresa apenas tiene arte ni parte en la fijación de sus precios cualquiera que sea el motivo (por ejemplo: productos en régimen prácticamente de competencia perfecta, imitación de los precios de empresa líder, productos nuevos cuyos precios se copian de productos sustitutivos, etc.).(56) Esto equivale a decir que los beneficios unitarios de esta tanda de productos están predeterminados exógenamente, al margen de los costes en que se incurre para su producción y distribución. Suponiendo que j productos estuvieran incursos en este supuesto y (n-j) productos siguieran el patrón normal de determinación de precios en base a sus costes, la ecuación que resuelve el porcentaje de recargo a aplicar para una tasa deseada de beneficios adoptaría ahora la siguiente forma: (57)

$$q_{j+1}M_{j+1}+q_{j+2}M_{j+2}+\ldots+q_nM_n=K_1+K_2+\ldots+K_n+K+B-\left[q_1M_1+q_2M_2+\ldots+q_jM_j\right]$$

en la que los componentes del corchete serán datos del problema,

pudiendo existir sumandos tanto positivos (venta con ganancia) como negativos (venta con pérdida). Manteniendo la hipótesis de margen de recargo único para los (n-j) productos en los que la empresa va a fijar unilateralmente sus precios, se llegaría a la expresión siguiente:

$$m = \frac{K_1 + K_2 + \ldots + K_n + K + B - \left[q_1 M_1 + q_2 M_2 + \ldots + q_j M_j\right]}{q_{j+1}\, c_{D_{j+1}} + q_{j+2}\, c_{D_{j+2}} + \ldots + q_n\, c_{D_n}}$$

Pueden existir otras circunstancias de diversa índole que, en definitiva, conducen a una expresión similar del modelo modificado últimamente expuesto. Así, por ejemplo, además de los productos cuyos precios vienen impuestos exógenamente podrían haber otros para los que la empresa desee obtener un volumen fijo de beneficios (o incluso pérdidas) al margen del cálculo global de la tasa de beneficios satisfactorios aspirada. Esta actitud puede obedecer a una política comercial que pretenda alcanzar un determinado ritmo de penetración en ciertos mercados o a cualesquiera otros motivos que no son del caso enunciar. La forma de actuación respecto a esta serie de productos consistiría en calcular los precios pertinentes de esos productos a partir del margen de resultados programados e introducirlos después como datos en el modelo general de cálculo del margen compatible con la cifra de resultados globales aspirados. Así, suponiendo que son k los productos para los que rige este criterio, el cálculo previo consistiría en resolver estas expresiones:

$$(p_{j+i} - c_{D_{j+i}})\, q_{j+i} = K_{j+i} + B_{j+i} \qquad i = (1,2,\ldots\ k)$$

es decir, despejar: $p_{j+i} = \dfrac{K_{j+i} + B_{j+i} + q_{j+i}\, c_{D_{j+i}}}{q_{j+i}}$

siendo B_{j+i} el volumen global del margen programado para el pro-

ducto j+i. Una vez conocidos los precios de estos productos, los beneficios por unidad de los mismos actuarán como datos del pro-- blema llegándose a esta expresión del margen:

$$m = \frac{K_1 + K_2 + \ldots + K_n + B - \left[(q_1M_1+q_2M_2+\ldots+q_jM_j)+(q_{j+1}M_{j+1}+q_{j+2}M_{j+2}+\ldots+q_{j+k}M_{j+k})\right]}{q_{j+k+1}\ {}^{c}D_{j+k+1} + q_{j+k+2}\ {}^{c}D_{j+k+2} + \ldots + q_n\ {}^{c}D_n}$$

$$\frac{q_1\ {}^{c}D_1 + q_2\ {}^{c}D_2 + \ldots + q_{j+k}\ {}^{c}D_{j+k}}{}$$

Otra circunstancia de parecido tenor dimana de la percep ción del modelo como un proceso en marcha que viene aplicándose -- desde tiempo atrás. Supongamos que para una tasa de beneficios es- tablecida como meta del período anterior hubiera resultado un de-- terminado margen de recargo sobre los costes programados de los -- productos en dicho período, con lo cual se hubiera llegado a la se rie de precios venta resultantes de los diferentes productos. Aho- ra bien, ¿qué ocurrè si en el próximo período descienden los costes de ciertos productos, sin que se desea alterar el volumen global - de beneficios, ni tampoco variasen ni las cargas de estructura glo bales ni los programas de venta?. Evidentemente, en puridad de térmi nos, el margen de recargo debería bajar llevando a unos precios de venta inferiores a los precedentes.(58) Esto nos lleva a preguntar nos, ¿es imaginable que los precios de venta de los productos co-- merciados sobre todo por grandes empresas, vayan a bajar porque -- sus costes de producción sean menores en un período posterior?. En buena lógica hay que aceptar la rigidez de los precios a la baja - como una de las características notables del capitalismo corporati vo, aunque naturalmente puedan encontrarse excepciones a este pro- ceder ampliamente generalizado. (59) Esto quiere decir que si efec tuado el cálculo del margen de recargo de los productos para un de

rminado período resultase que, al aplicar el mismo sobre los cos
s de ciertos productos los precios de venta de éstos fueran infe
ores a los del ejercicio precedente, lo más probable es que no -
rebajasen las tarifas, sino que se mantuviesen al nivel preceden
, lo que llevaría bien a un nuevo cálculo del margen introducien
como datos los beneficios unitarios resultantes en base a pre--
os antiguos de los productos incursos en el supuesto comentado,
en a la ampliación del volumen de beneficios programados, o sea,
incremento de la tasa de beneficios propuesta como meta.

Una alternativa distinta frente a la solución brevemente
mentada de los productos que deben quedar fuera del régimen de -
rcaje único, consistiría en calcular un margen tal que fuera ca-
z de proporcionar la tasa de beneficios aspirada más un fondo de
mpensación prefijado que serviría para efectuar una redistribu--
ón o subsidiación interna de los beneficios sobrantes entre los
oductos cuyos precios de venta según el margen común calculado -
sultase conveniente recortar en razón de cualquiera de los porme
res anteriormente apuntados. El planteamiento del modelo, para -
empresa de multiproducción en base a costes directos, revesti--
a esta forma:

$$m = \frac{K_1 + K_2 + \ldots + K_n + B + F}{q_1 c_{D_1} + q_2 c_{D_2} + \ldots + q_n c_{D_n}}$$

ndo, como antes, B = r'P y F = fondo prefijado para subsidia--
ón interna de unos productos con otros. En definitiva (B+F) po-
ía subsistir por B' que sería el resultado de aplicar una tasa
> r' sobre el volumen de recursos propios P de la empresa.

Una vez calculado m se obtendrían la serie de precios -
, $p_2, \ldots, p_n$), pasándose después al análisis de dichos precios,
lo cual se llegaría a elaborar la lista de los que conviene re
tar que [redacted] mantenerse, introduciéndose los -

ecortes pertinentes de tal manera que:

$$q_1(p_1-p_1') + q_2(p_2-p_2')+....+ q_j(p_j-p_j') = F$$

iendo los $(p_1', p_2', ...p_j')$ los precios modificados de los artículos que se estime conveniente apartar del régimen general de márgenes. Esta versión supone la introducción de un sistema indirecto de márgenes múltiples.

Otra forma práctica de actuar consiste en programar los precios dentro del régimen normal descrito, aunque al establecer los presupuestos de gastos de los productos se introducen "plafones" de flexibilidad que a la vista del desarrollo posterior de los acontecimientos, si éstos fueran poco favorables para los objetivos planeados de beneficios a alcanzar, pudieran suprimirse sin perturbar gravemente la continuidad de las operaciones normales, con lo cual podría conseguirse igualmente la tasa de beneficios reestablecida.(60) Este papel lo constituyen en la práctica las fábricas de gastos superfluos programados por las grandes compañías o gastos de "laxitud organizativa", según la feliz expresión de la teoría behaviorista (61), que se llevan a la práctica siempre que el desarrollo de las operaciones transcurra dentro de los cauces normales previstos, pero que serán fácilmente eliminables, dentro de ciertos límites, si la consecución de la tasa de beneficios revista peligrase.

Una variante muy parecida a esta última consiste en prever de antemano unas determinadas sumas para su eventual disposición en concepto de bonificaciones, descuentos, rappels, etc. a conceder sobre los precios de venta calculados inicialmente de acuerdo con la tasa de beneficios deseada. Ello equivale, en definitiva, a hinchar las cargas de estructura del modelo, con lo cual

s precios resultantes habrán de ser superiores. Posteriormente, la vista de la marcha de las operaciones reales se estimará la nveniencia de motivar o no la venta, mediante la eventual conce ón de bonificaciones, descuentos, etc. a los compradores. Caso que no fuera necesario tomar este tipo de medidas extraordina- as de carácter coyuntural, que se harían con cargo a esas dota-- ones previstas para los fines reseñados, se podrían otorgar fa- ltades a las unidades operativas que gestionan la colocación de s productos para emplear las sumas abonadas en otros gastos com ementarios tales como publicidad, promoción de ventas, etc. o - en, se aceptaría rebasar simplemente la tasa de beneficios pro- amada inicialmente evitando, en todo caso, un despegue notable, que los dirigentes empresariales deberán procurar la estabili- d de las tasas de rentabilidad conseguidas.

Hay otras maneras más de abordar la resolución del mode de beneficios satisfactorios con tasa planeada. En la solución e se ha expuesto del margen común, aparte de los inconvenientes latados para los que se ofrecieron rectificaciones [illegible], el método de cálculo, se ignoraba un importante aspecto que pue- ser esgrimido a la hora de fijar los precios de los productos. trata del volumen de recursos financieros empleados en las dis ntas líneas de explotación que cubre la empresa. Un modo elemen l de abordar la cuestión consistiría en aplicar una tasa única los volúmenes de inversiones parciales de las diferentes líneas explotación empresariales. Esta tasa común representaría el -- ivalente de la tasa de beneficios prevista para el conjunto de s inversiones poseídas por la compañía y una vez calculados los portes de los beneficios globales a obtener en cada una de las neas o productos se pasaría a determinar casi automáticamente - s márgenes de recargo respectivos que, en este caso, podrían va ar para cada línea comercial y, en último término, se llegaría -

stablecer el catálogo de precios de venta.

Una versión elemental de este método de evaluación, en hipótesis de que fueran perfectamente diferenciables los recur financieros empleados como inversiones específicas de cada -- ducto explotado, sería la siguiente:

$R_1 + R_2 + \ldots + R_n = R$ indicando R_j los recursos invertidos el producto j; $r^* R_j = q_j(p_j - c_{\mathbb{D}_j}) - K_j = B_j$ $j=(1,2,\ldots,n)$ serie expresiones que una vez establecidas los beneficios globales - cada línea de explotación o producto representados por los B_j, varían a la fijación de los precios de venta y márgenes de re- go respectivos. Hay que observar que es preciso definir el va- de r^* en función de la tasa de beneficios netos generales pre- sida r o, en su caso, de r' si la tasa planeada se establece - re los recursos financieros propios.

De lo anterior se tendría que:

$$r^* \sum_{j=1}^{n} R_j = \sum_{j=1}^{n} B_j$$

a expresión general de la tasa de beneficios global deseada -- ge que:

$$\sum_{j=1}^{n} B_j - K = B = rP + L(r-i) = r'P$$

lo cual $r^* = \dfrac{rP + L(r-i)}{R} + \dfrac{K}{R}$, o bien, $r^* = \dfrac{r'P + L}{R}$

éndose pasar a despejar los valores de los precios en la se-- de expresiones que establecen los beneficios globales de cada a de explotación.

Este mismo planteamiento pudiera generalizarse para el en que en lugar de prefijar una tasa de beneficios unifor e

ara todas las líneas de explotación se estime más oportuno pro-- ramar tasas múltiples de beneficios, es decir, que cada línea tu iera asignada su propia tasa de ganancias, bien entendido que en onjunto $\sum_{j=1}^{n} r_j^* R_j = B + K$, lo que obligaría a efectuar los corres ondientes tanteos o incluso a invertir el proceso, siendo en es- e caso la tasa r o r' la incógnita a despejar, pasando a ser una ariable dependiente de las tasas individuales deseadas, más que - na meta independiente a alcanzar. (62)

Naturalmente, la referencia de esta versión del modelo - l caso de los productos individualizados restaría gran parte de - a utilidad a la formulación aportada, entre otros motivos, porque s poco verosímil que se lleguen a conocer el volumen de los recur os financieros permanentes utilizados producto a producto. Convenientemente adaptado puede emplearse con mucha mayor eficacia, dis ribuyendo los recursos financieros no por productos individuales, ino por grupos de productos, plantas separadas o, en el caso de randes empresas organizadas mediante unidades operativas funcio- almente independientes, denominadas por O.E. Williamson empresas ultidivisionales o empresas de forma -M integradas por varias -- uasi-empresas.(63) En estos casos, es más fácil conocer las in-- ersiones parciales, con lo que el problema que se plantearía a - ivel del consejo directivo central sería asignar cifras de bene- icios globales a obtener por las unidades operativas, por grupos e productos, plantas, etc. mientras que las decisiones de señala iento de precios y márgenes sería misión exclusiva de los centros e poder de inferior jerarquía que podrían utilizar cualesquiera e las técnicas aquí esbozadas.

En definitiva, en una gran empresa que constase de r di isiones operativas independientes, la tarea del consejo directi-

vo central consistiría en resolver la ecuación $\sum_{j=1}^{m} r_j^* R_j - K = rP+$ $+L(r-i)=r'P$, contando con que P, L, i, las R_j y K serán datos conocidos, con lo cual sus opciones son, si prefija r o r', definir la serie de tasas parciales r_j^* que compatibilizan la expresión antedicha o a la inversa, cosa que parece ser menos frecuente. La solución más sencilla que sería la de generalizar la misma tasa de beneficios para todas las unidades operativas, es decir, la de hacer $r^* = \frac{rP+L(r-i)}{R} + \frac{K}{R}$, o bien $r^* = \frac{r'P+K}{R}$ (según se planee la tasa, sobre los recursos totales permanentes o sobre los recursos propios) no es siempre, ni mucho menos, la más racional. Por su parte, es incumbencia de las unidades operativas establecer sus programas de producción, de ventas, de costes y de ingresos en los términos que hagan posible la consecución de la meta asignada, para lo cual deberán resolver sus respectivas ecuaciones de equilibrio de alguna de las formas anteriormente relatadas.

9.5.- Juicio crítico.

La relativa sencillez que parece desprenderse de los modelos de beneficios satisfactorios con tasa planeada sobre los recursos financieros disponibles es más aparente que real, por cuanto que hay una serie de cuestiones controvertibles que es preciso solventar antes de que el método adoptado entre en funcionamiento. Esto no es óbice para que estos modelos sean, sin ningún género de dudas, los patrones que configuran el comportamiento más universalizado de las grandes empresas en lo tocante a la consecución de beneficios.(65) Incluímos a continuacion un breve comentario en torno a algunos de estos pormenores relacionados con el tema.

Lo primero que precisa el modelo es prefijar la tasa de ganancias que se desea conseguir. ¿Qué tasa se adopta como meta satisfactoria y por qué es una y no otra?. Este es un punto clave a resolver y es harto difícil poder redactar una receta válida al respecto, por cuanto que cada empresa es un mundo aparte y no existen, por tanto, fórmulas capaces de despejar semejante incógnita.(66) Lo máximo que puede decirse al respecto, es que las empresas suelen guiarse por la política seguida dentro de su sector industrial principal y que a través de un proceso de adaptacion ininterrumpido van ensayando sus políticas y a la vista de los resultados alcanzados van corrigiendo su trayectoria (feed-back del sistema informativo) hasta llegar a conocer y estabilizar en gran parte su medio ambiente, resultando de ello el nivel de ganancias aceptables para cada momento.(67) La tasa establecida como meta para un horizonte temporal normalmente intermedio, revisable mediante un proceso secuencial adaptativo, venara a ser representativa de la imagen modal del sector, en conjunción con las condiciones peculiares de las diferentes empresas en relación con sus

ompetidoras, etc.

Por lo demás, ya se ha indicado que las tasas planeadas ueden establecerse indistintamente sobre el total de los recur-- os financieros permanentes (ajenos + propios), o bien únicamente obre los recursos propios; otro tanto cabe decir en cuanto a los mpuestos sobre beneficios, pudiendo referirse la tasa con ante-- ioridad o con posterioridad al pago de la exacción. En realidad o que interesa programar, en último termino, es la tasa neta de os capitales propios, es decir, con exclusion de las cargas fi- ancieras de los recursos ajenos, impuestos e incluso cualesquie a otras detracciones de la cifra de beneficios correspondientes participes ajenos al capital-propiedad, planteándose en este ca o una interesante similitud con los modelos de crecimiento de -- os recursos financieros, según veremos mas adelante. Sin embargo llo no quita para que, a efectos del planteamiento algebraico, - xista alguna variación según como venga especificada, por una -- arte, la tasa de beneficios y, por otra, las rúbricas de cargas inancieras, impuestos, etc., lo que daría lugar a una mayor o me or cifra de beneficios en el modelo de cálculo que correría co-- relativa con la consideración de menores o mayores costes respec ivamente, según que las mencionadas partidas se consideren inte- antes de la definición de beneficios o de la de costes.

La proverbial relatividad de la evaluación de los cos-- os es otro problema con que se encuentra el modelo de beneficios atisfactorios plancados. En este sentido serían de destacar, jun o a las dificultades inherentes a la estimacion de la deprecia-- ón periódica de los activos fijos, labor en la que es imposible iminar los rasgos potestativos propios del decisor, aspectos ta s como la imputación de los costes comunes a varios productos y

la definición de lo que son costes directos y cargas de estructura, los cuales pueden tener una trascendencia notable, sobre todo, cuando la variante de cálculo elegida se basa en la consideración de los beneficios a partir de los costes totales. A título de ejemplo, señalaremos que la determinacion de un volumen del output u otro, puede originar una variacion más o menos sensible en los costes totales de los productos, con la consiguiente repercusión de la política de precios y de márgenes y, por ende, en la cifra de beneficios satisfactorios requerida. (68)

Un aspecto igualmente decisivo de esta clase de modelos consiste en determinar los volúmenes de produccion y de ventas.-- (69) J.M. Blair señala que el método de cálculo descrito solamente es operativo si se establece una hipótesis arbitraria respecto al output que ha de servir de pauta para distribuir los costes fijos estimados.(70) Dentro de la arbitrariedad innata en cuanto a la elección del numero de unidades de produccion y venta, habrán de existir logicamente métodos de evaluacion que servirán de guia para llegar a confeccionar los programas esperados. Estudios de mercado, estudios tecnicos de capacidad y de productividad, etc. permitirán definir standards o medidas-tipo de los outputs normales de produccion y venta. La importancia de estos standards es a todas luces evidente, pues inciden directamente sobre la magnitud de los márgenes de recargo requerida según la tasa de beneficios perseguida. Por regla general se suele establecer el catálogo de precios y costes, condicionados los primeros a la magnitud de la tasa de ganancias deseada, en función de unos volúmenes medios de producción y de ventas, más allá de las expectativas inmediatas de una y otra clase. Caso de obrar de esta última forma, las oscilaciones de las variables serian continuas, lo cual es rechazado de plano por las prácticas empresariales que prefieren cierta permanencia para sus politicas mas que cambios cuasi continuos de -- ellas

La envergadura del margen de recargo o, lo que es similar, de los beneficios por unidad, constituye un asunto sumamente delicado en épocas en las que se producen elevaciones o caídas -- apreciables en los volúmenes de producción y venta. Así, en épo-- cas de fuerte expansion en las que el numero de unidades crece -- abultadamente, los costes totales unitarios tienden notablemente a descender y, en ese caso, los beneficios por unidad vendida tendrían que ser menores para una tasa de beneficios deseada que se mantuviese constante, lo que llevaría a la paradoja de tener que reducir los precios precisamente cuando el mercado es más capaz - de soportar la elevacion de aquéllos. A la inversa, en períodos - de recesión los beneficios por unidad exigidos deberían ser mayo- res y, en consecuencia, los precios deberían incrementarse preci- samente cuando es más inoportuno. Como es natural, difícilmente - cabe admitir prácticas tan irracionales a ojos vista. Ahora bien, esto no quiere decir tampoco que las empresas vayan a aprovechar los booms de demanda para elevar los precios o que durante las - depresiones vayan a reducir los mismos.(71)

Ya hemos aludido de pasada en el párrafo anterior que - las empresas tratan de huir de los cambios contínuos, por lo que preferirán establecer sus precios en base a volúmenes de produc-- ción y venta representativos de una especie de promedio en el que se computarían ejercicios mas favorables junto con ejercicios me- nos satisfactorios. Con ello evitarán el tener que cambiar contí- nuamente los precios por el mero hecho de que las expectativas pa- ra el período inmediato aparezcan más o menos optimistas. Esto -- significa que, ni los precios tienden a bajar cuando la demanda - propende al descenso, ni tienden a subir apenas porque existan -- unas perspectivas halagüeñas para la colocación de los productos para un próximo futuro, aunque conviene resaltar que, por lo gene- ral, las reacciones suelen ser algo más flexibles al alza y las - rígidas [redacted] cuando el cambio de coyuntura --

tiende a prolongarse es cuando las grandes empresas empiezan a reconsiderar la conveniencia de alterar su conducta, tanto en el sentido de variar los precios como de variar la tasa de beneficios planeada. (73) Esto equivale a decir que lo normal es que las adaptaciones empresariales derivadas de la evolucion de la demanda se produzcan a medio plazo. En resumen, los booms o depresiones esporádicas no suelen causar sino un aumento o una reducción respectivamente de la tasa de beneficios planeada, por vía de la variación del volumen de ventas y no por vía de la variación de los márgenes; ahora bien, como la tasa estará calculada para un output representativo del promedio de ejercicios más y menos favorables, es de suponer que la desviación entre la tasa real de beneficios y la tasa deseada no habrá de ser significativa. (74)

No suele ocurrir, otro tanto, con la variacion de los presupuestos de costes en el seno de las grandes empresas oligopolísticas. Cuando los costes se elevan a consecuencia de la subida de los precios de los factores, la reaccion de las empresas no suele demorarse tanto como en el caso de la variacion de la demanda. La respuesta suele ser inmediata, amparándose en el poder de mercado detentado; la demora en la repercusión sobre precios de la elevación de costes haría peligrar la consecución de la tasa de ganancias perseguida, aparte del argumento de peso de cara a la justificación ante la opinion pública de la subida, que siempre es más efectivo basarlo en la elevación de costes que en la repentina elevación de la demanda. La inflación persistente que viene azotando al mundo capitalista incluso en períodos caracterizados por un fuerte estancamiento, creemos constituye una prueba palpable que corrobora suficientemente este tipo de conducta.(75) Finalmente, los descensos en los costes, ya por reducción en el -

precio de los factores, ya por incremento de la productividad empresarial, no suelen afectar a los precios de los productos, sino que por el contrario suelen ser aprovechados por las grandes empresas para mejorar sus tasas de ganancias planeadas.(76)

Una cuestión sumamente interesante que puede suscitarse en relación con la tasa de beneficios planeada es la influencia del crecimiento de los recursos de la empresa sobre las posibilidades de seguir obteniendo la susodicha tasa. En otras palabras, ¿pueden sostener las grandes empresas en el futuro sus tasas de rendimientos previas supuesto que su envergadura crece continuamente?. En este orden de cosas, existía una creencia muy extendida de que la empresa tenía una dimensión óptima sobrepasada la cual se incurriría en fuertes deseconomías de escala que irían degradando paulatinamente la rentabilidad de las grandes compañías. Oportunamente refutamos los argumentos teóricos de esta opinión, mostrándonos partidarios de la idea contraria, es decir, de que no existe ninguna ley de tipo fatalista que lleve a la reduccion progresiva de la tasa de beneficios a medida que la dimensión empresarial traspasa un nivel de optimización, lo cual no quiere decir, desde luego, que no exista algún riesgo de que la pérdida de eficacia pueda ser superior. El que ocurra o no depende, sobre todo, de que la gran empresa adopte una estrategia eficaz de diversificación, tanto de signo interno como de signo externo (absorciones de empresas en funcionamiento), y que su ritmo temporal de expansión se acomode a la disponibilidad de recursos de todo tipo. Si la gran empresa es capaz de orientar adecuadamente su crecimiento en estos términos, no tendra por qué peligrar el mantenimiento de las tasas de beneficios anteriormente conseguidas. (77)

El modelo de beneficios satisfactorios con tasa de beneficios planeada refleja presumiblemente el tipo de comportamiento

real de un gran numero de empresas y, más concretamente, de la casi totalidad de las grandes compañías que disfrutan de una posición oligopolística más o menos acentuada,(78) constituyendo un fuerte argumento que respalda una de las finalidades primordiales y globales de estas compañías que nosotros hemos tomado a lo largo de este trabajo, a saber, lograr la estabilidad de la entidad en su medio ambiente que es tanto como decir asegurar su continuidad o permanencia. (79) El requisito esencial para que la aplicacion de este modelo sea verdaderamente efectiva es, como apunta R.F. Lanzillotti,(80) la posesion de un poder de mercado significativo, requisito éste que suelen cumplir las grandes corporaciones modernas.

En consecuencia, la hipotética maximización de las ganancias queda relegada al campo de la pura abstracción doctrinal; (81) en cambio, la consecución de una tasa de beneficios satisfactorios planeada es mucha más acorde con el modo de obrar de las organizaciones mercantiles más potentes, en las que la salvaguardia de su status debe ser una finalidad de primer orden. No obstante, según tendremos ocasión de comentar posteriormente, la permanencia segura que deriva en gran medida de la planeación de una tasa de ganancias satisfactoria, no es todo ni es lo ultimo que persiguen estas unidades económicas. Entendemos, por nuestra parte, que la expansión de la corporacion ha de tener si cabe una superior relevancia, pero en ningún caso la finalidad del crecimiento habrá de juzgarse como incompatible con el modelo de beneficios satisfactorios, sino que precisamente el modelo de crecimiento arrancará del mismo abarcando además otras facetas colaterales, que, oportunamente serán expuestas, que son las que establecen el rasgo diferenciador entre ambos modelos. (82)

Como puede apreciarse, la parte descriptiva y la parte crítica del modelo de beneficios satisfactorios se han entrelaz-

clado a lo largo de nuestra exposición. Hay, sin embargo, una -- cuestión relevante que hemos dejado para el final en lo concer-- niente a la visión crítica, que se refiere precisamente a la equi paración del modelo de beneficios satisfactorios con la faceta -- del crecimiento empresarial, si bien su interés en este orden de cosas, es parcial por cuanto que solamente abarca una parcela del crecimiento financiero, con lo cual se acerca a la representación del fin último, global y permanente de la gran empresa, aunque no llega plenamente a representar éste en condiciones de auténtica - operatividad práctica.

Así el modelo de beneficios satisfactorios de los capitalistas-propietarios oculta, en el fondo, un modelo de crecimiento financiero a base de autofinanciación exclusivamente y según - una tasa satisfactoria programada. Esta interpretacion del presente modelo se extiende a cualquiera de las modalidades de cálculo de precios y márgenes anteriormente enunciados, (produccion única, múltiple, en base a costes directos, en base a costes totales, -- etc.) si bien evitaremos reproducir nuevamente la formulación expuesta, limitándose a explicar la alteración a introducir que es general para cualquier tipo de fórmula.

La razón de que el modelo de beneficios satisfactorios encubra el susodicho modelo de crecimiento financiero se encuentra en el carácter excesivamente convencional del beneficio, pues desde el punto de vista de la alta dirección de la gran empresa, el verdadero beneficio esta representado por el importe que ésta puede retener para su acumulación dentro del negocio, mientras - que el resto, hasta completar la cuantía del beneficio convencional, puede ser considerado como una carga de estructura más del - negocio, pudiendo por tanto aparecer en las fórmulas anteriores - un valor de K en el que se encuentren incluídos estos pseudobene-

ficios a efectos gerenciales y excluídos los mismos en B, representando, en ese caso, el volumen global de autofinanciación satisfactoria programada.

Al emitir nuestro juicio crítico sobre el modelo de -- maximización de los ingresos condicionada a la obtención de beneficios satisfactorios programados, se comentó con suficiente detalle el significado y efectos de los diferentes partícipes en la - distribución de los beneficios calculados en forma convencional. En síntesis, se hablo de tres destinos en la participacion: a) partícipes ajenos a los capitalistas-propietarios, cuyo derecho a - la participación dimana de normas coactivas o contractuales --- prácticamente preestablecidas (Hacienda Pública, trabajadores,-- consejeros y gerentes); b) capitalistas-propietarios a los que - debe otorgárseles un dividendo, normalmente calculado sobre la - cifra del capital social; c) la propia empresa, cuya participa-- cion está constituída por los beneficios retenidos que sirven para expansionar la compañía. Pues bien, a) y b) pueden considerarse perfectamente como de estructura, pues en el primer caso, - se trata de pagos coactivos o contractuales cuya tasa de participación es conocida de antemano y, en el segundo, también puede - considerarse como un pago fijo, ya que el mercado de capitales - exige a los administradores un dividendo-norma para las empresas de esa misma categoria, aparte de la costumbre de la propia compañía sobre el particular, teniendo en cuenta que en la política de dividendos de la gran empresa el cuerpo de accionistas - tiene poco que decir, limitándose a aceptar las propuestas siempre que se ajusten a los cánones establecidos por el mercado y - por la costumbre.(83)

En consecuencia, los beneficios que se representaron - por B, desde la vertiente distributiva, estarían representados -

por la relación siguiente: (84)

$$\underset{[1]}{\quad} \qquad + [2] + [3]$$

$$B = (x_1 + x_2 + \ldots + x_n) B + d'C + aR$$

en la que los coeficientes $(x_1, x_2, \ldots, x_n)$ representarían las tasas de participacion coactivas y contractuales sobre los beneficios conseguidos (del Fisco, trabajadores, consejeros y gerentes, etc.), d' la tasa de dividendos brutos sobre la cifra de capital social C y a la tasa satisfactoria de crecimiento de los recursos financieros permanentes R a través de la autofinanciacion que se desea conseguir. Hay que hacer notar que C puede ser igual o menor que la cifra de recursos propios P, pero nunca puede ser mayor que éstos.

De aquí se deduce que:

$$B = \frac{d'C + aR}{1 - (x_1 + x_2 + \ldots + x_n)}$$

y comoquiera que [1] y [2] se comportan, a efectos de la alta dirección de la compañía, como cargas de estructura, el modelo de beneficios satisfactorios se transforma en un modelo de crecimiento financiero de los recursos permanentes a la tasa de autofinanciación a.

Por consiguiente, el verdadero problema a resolver consistiría en calcular el precio de venta del producto o los precios de los productos, teniendo en cuenta unos programas de producción y de costes, de ventas y de almacenamiento establecidos, de tal manera que los ingresos totales conseguidos fueran capaces de cubrir íntegramente los costes de los productos vendidos en sentido convencional, satisfacer las obligaciones coactivas y contractuales ligadas a la participacion en beneficios mas los dividendos brutos sobre la cifra del capital social previstos en la política

de dividendos deseada y quedando como resto una suma de beneficios retenidos equivalente a la tasa de crecimiento o los recursos financieros permanentes totales que el comité directivo considera satisfactoria para la gestión de las operaciones. En definitiva, la meta última que perseguiría el comité directivo sería la consecución de dicha tasa de crecimiento de los recursos a través de la autofinanciación.

A título de ejemplo, podemos plantear el modelo transformado para el caso más sencillo de producción y venta de un sólo producto en base a costes directos. La expresión general sería la siguiente:

$$p = \frac{qc_D + K + (x_1 + x_2 + \ldots + x_n)\, B + d'C + aR}{q}$$

en la que todos los datos serán conocidos a excepción de B, pues el fin explícito en este caso del consejo directivo es la definición de a. Ahora bien, como B es conocido en función de d', a y $(x_1, x_2, \ldots, x_n)$, substituyendo tendríamos la expresión siguiente:

$$p = c_D + \frac{K}{q} + \frac{d'C + aR}{[1-(x_1+x_2+\ldots+x_n)]q} \quad .$$

y, de análoga forma, podrían plantearse las relaciones de los diferentes casos expuestos a lo largo del comentario del presente modelo.

La compatibilidad de los resultados alcanzados por el modelo de beneficios satisfactorios y por el modelo de autofinanciación satisfactoria, exige que las tasas de beneficios programadas para el primero r o r' y la tasa de crecimiento de los recursos financieros por medio de la autofinanciacion a para el segundo satisfagan la relación que sigue. Contando con que:

[1] $B = r'P$

[2] $B = rP + L(r-i)$

[3] $B = (x_1+x_2+\ldots+x_n)\,B + d'C + aR$

si comparamos cualquiera de las relaciones [1] y [2] con la [3], obtendremos la expresion que denota la congruencia de las soluciones de uno y otro modelo. Así, eligiendo [1] y [3] se tiene que:

$$r' = \frac{d'C + aR}{[1 - (x_1+x_2+\ldots+x_n)]P}$$

lo cual indica la coincidencia de resultados de un modelo de beneficios satisfactorios a tasa r' y un modelo de crecimiento por autofinanciación a la tasa a. En otras palabras, para unos coeficientes de participación en beneficios de los entes ajenos a los capitalistas-propietarios y para una política de dividendos prefijada, un modelo de beneficios satisfactorios calculado a una tasa r' sobre los recursos propios equivale a un modelo de crecimiento de los recursos financieros permanentes mediante autofinanciacion a la tasa **a**, o a la inversa.

Así, pues, la hipótesis que establece que el fin último, global y permanente de la gran empresa es la obtención de una tasa de beneficios satisfactoria sobre los capitales propios invertidos en el negocio no es exactamente cierta, porque lo que verdaderamente estaria significando es que el fin real es la acumulación de recursos financieros por autofinanciación a una tasa de crecimiento satisfactoria.

No obstante, ya expusimos nuestro punto de vista con ocasión del analisis crítico del modelo de Baumol, en el sentido de que la enunciacion de la hipótesis en cada coyuntura seria, algo

más acorde con la naturaleza de los hechos, no implicaba nuestro asentimiento en lo tocante a su identificación con el fin último, global y permanente perseguido por la direccion central de la -- gran empresa. Dijimos entonces, que la hipótesis del crecimiento-satisfactorio mediante autofinanciacion no era en sí misma incorrecta, sino más bien incompleta, puesto que faltaban por integrar otros canales de obtención de recursos financieros que también nutren el aumento de dimensión de la compañía, auténtica finalidad - esencial de la gran compañía de nuestros días.

La última relación, por otra parte, presenta un aprovechamiento nada desdeñable, pues permite ensayar una gama de elecciones alternativas en lo que respecta al nivel de cuantificación de las diferentes tasas implicadas en el problema. El análisis de sensibilidad de los parámetros de dicha expresión r', d', a, e incluso de algunos de los coeficientes x_j, siempre de estos representasen una participacion contractual y negociable, es decir, -- que no se tratase de una participación coactiva o contractual inmodificable, permitiría apreciar los efectos causados sobre el resto de las variables derivadas de la alteracion de una cualquiera - de ellas y, por ende, sobre la fijacion de los precios, sugiriendo un abanico de opciones al consejo directivo de la gran empresa en cuanto a la adopción de la norma de comportamiento que resulta más apropiada a la vista de los resultados desencadenados por cada una de aquéllas. A título de ejemplo, señalaremos que la direccion desea conseguir una determinada tasa de crecimiento a, para una determinada política de dividendos, a la vista de unos coeficientes de participación dados $(x_1, x_2, \ldots, x_n)$, resultando de ello una tasa programada de rendimientos de los capitales propios y, en consecuencia, un precio determinado para los programas de producción y costes, ventas y variacion de las existencias que haya previsto; -

pero puede tratar de saber en qué medida afecta sobre la tasa de rendimientos r' inicialmente prometida y, en definitiva, sobre - el precio inicial, una elevacion de la tasa de divisendos en una determinada proporción, sin alterar para nada la tasa de crecimiento a través de beneficios retenidos. Esta es naturalmente -- una muestra aislada del aprovechamiento adicional de las relaciones expuestas en último lugar.

9,6.- Breves notas para la adopcion de decisiones en los casos de beneficios satisfactorios.

Pasamos a exponer una serie de consideraciones en relación con la hipótesis realista de obtención de beneficios satisfactorios que pueden tener algún interés de cara al problema de la adopción de decisiones dentro del contexto comentado.

En la expresión clave que relaciona la tasa de rentabilidad satisfactoria con los componentes del reparto de las ganancias:

$$r + \frac{L}{P}(r-i) = r' = \frac{d'U + aR}{\left[1-(x_1+x_2+\ldots+x_n)\right] P}$$

el decisor se enfrenta con varias variables a la hora de establecer la política de la compañía.

La manera típica de operar consistirá en prefijar los valores de todas las variables excepto una. Por consiguiente, teoricamente, puede adoptar un sinfin de combinaciones en cuanto a los valores asignados a las mismas, actuando de modo alternativo en cuanto a la elección de la variable independiente. De esta forma, la que se considere como incognita encontrará su solucion en función de los valores asignados a las demas. Así, pues, en el terreno especulativo, el decisor podria tomar como incognita, -- bien la tasa de beneficios satisfactorios r' o r, bien la tasa de crecimiento a través de la autofinanciacion a, bien la tasa de dividendos d', o incluso cualesquiera de los coeficientes x_j que pudiesen admitir un cambio debidamente negociado, mientras que el resto pueden considerarse datos conocidos. La asignacion de diferentes valores a las variables dependientes proporciona--

ría una serie de soluciones de la que adquiere el papel de variable independiente y, en definitiva, una serie de precios del bien o bienes explotados por la compañía correspondientes a cada uno de los valores tomados por la variable independiente elegida, de acuerdo con las relaciones expuestas a lo largo del capítulo.

A la vista de los resultados mostrados por las diferentes combinaciones y teniendo en cuenta las condiciones del medio ambiente (mercado comercial, de capitales, etc.) podría adoptarse la solución que se considerase mas apropiada, bajo la perspectiva de la alta gerencia de la compañía.

Si se considera que es insoslayable establecer una tasa de rentabilidad satisfactoria para los recursos financieros propios, por razones de supervivencia, la conjunción de este dato con el resto de las variables, teniendo en cuenta que cabe barajar estas últimas, asignando a todas menos una un determinado valor, ello permitirá evaluar el resultado de la que se elija como variable independiente, cuyo valor vendrá subordinado al dato r' tomado y a los distintos valores otorgados a las demas variables que configuran el problema.

No obstante, a nivel teórico, igualmente podría partirse de cualesquiera otra de las variables a, d' o x_j, es decir, podria partirse de una cierta tasa de crecimiento financiero mediante autofinanciacion, de una cierta tasa de dividendos satisfactorios o de una tasa de participacion satisfactoria en los beneficios por parte de los trabajadores ponemos por caso.

De aquí se deduce que si cada una de las anteriores opciones teóricas implica la cuantificación a priori de una tasa característica, ello quiere decir que de cada una de ellas existen tres alternativas en cuanto a la consideración como dato o varia-

ble de las restantes magnitudes.

Las variedades posibles que podrían aparecer a efectos de elección de la política de actuación serían:

1) Tasa de beneficios satisfactorios preeterminada

   a) ¿Qué tasa de crecimiento mediante autofinanciación resulta para una política de dividendos determinada y para unos -- coeficientes de participación en beneficios x_j dados?

   b) ¿Qué tasa de dividendos puede declararse si se desea que - los recursos crezcan mediante autofinanciacion a una cierta tasa y si hay que pagar unas participaciones en beneficios preestablecidas?

   c) ¿Qué coeficientes de participacion en beneficios resultan - para una tasa de dividendos y para una tasa de crecimiento dadas?

2) Tasa de crecimiento satisfactorio de los recursos financieros mediante autofinanciación preeterminada.

   a) ¿Qué tasa de beneficios resulta para una tasa de dividendos deseada y para unos coeficientes de participación en beneficios dados?

   b) ¿Qué tasa de dividendos puede declararse para una tasa de - beneficios deseada y para unos coeficientes de participa--- cion en beneficios dados?

   c) ¿Qué coeficientes de participacion en beneficios resultan - para una tasa de dividendos y para una tasa de beneficios - dadas?

3) Tasa de dividendos satisfactorios preeterminada

   a) _____ios debe aplicarse para una tasa de --

crecimiento dada y para unos coeficientes de participación en beneficios conocidos?

b) ¿Qué tasa de crecimiento resulta para una tasa de beneficios dada y para unos coeficientes de participacion en beneficios conocidos?

c) ¿Qué coeficientes de participacion en beneficios resultan para una tasa de beneficios deseada y para una determinada tasa de crecimiento?

4) Coeficiente de participación satisfactoria en beneficios por parte de los entes ajenos al capital.

a) ¿Qué tasa de beneficios debe aplicarse para unas tasas de dividendos y de crecimiento preestablecidas?

b) ¿Qué tasa de crecimiento resulta para unas tasas de beneficios y de dividendos preestablecidas?

c) ¿Qué tasa de dividendos resulta para unas tasas de beneficios y de crecimiento preestablecidas?

En la exposicion ofrecida a lo largo del presente capitulo hemos desarrollado preferentemente la variedad 1), pasando por las tres alternativas particulares que podría plantear la distribución de las ganancias establecidas como meta. Así, considerando en la expresion $r' = \frac{d'C + aR}{[1-(x_1+x_2+\ldots+x_n)]\,P}$, r' como un dato, podrían resolverse las tres alternativas mencionadas, otorgando unos determinados valores a las demás variables menos a la que actúa como incógnita en cada una de las alternativas mencionadas. La alternativa a) de la variedad comentada representa el crecimiento financiero mediante autofinanciacion, en los términos anteriormen

te relatados, es decir, congruente con el valor fijado para r', suponiendo prefijados d' y los coeficientes $(x_1, x_2, \ldots, x_n)$, sin embargo, ha de quedar claro que éste no es más que un caso particular de la gama completa que puede plantearse. De igual forma en lo que respecta a la variedad 2), la alternativa a) guarda congruencia con la a) de la variedad 1), sólo que en este caso lo que se determina a priori es la propia tasa de crecimiento mediante autofinanciación y lo determinado es la tasa de beneficios.

COMENTARIOS Y RESEÑAS BIBLIOGRÁFICAS DEL CAPÍTULO 9

(1) Curwen señala que la teoría clásica de la firma es normativa, es decir, trata de cómo debe comportarse ésta para maximizar los beneficios de sus propietarios. Por contra, la llamada teoría de la organización, es positiva, trata de estudiar como la empresa se comporta de hecho, partiendo de la base de que los diversos grupos de interés aparecen subordinados a la organización.- Managerial economics. Op. cit. pp. 98-9

(2) Los dos pilares básicos de los que arranca esta nueva corriente doctrinal son la teoría de la organización y la teoría del comportamiento. W.J. Baumol y M. Stewart resumen la crítica de ésta última a los modelos de maximización de la utilidad (de los accionistas o del consejo directivo con estas palabras: "Los teóricos del behaviorismo han arguido que en un mundo incierto los modelos de maximización pueden ofrecer muy poca ayuda para explicar el comportamiento de las empresas y de los individuos, puesto que cuando los acontecimientos son inciertos, los aparentemente máximos **concretos**, tales como el valor actual de la corriente de beneficios, no se encuentran de ningún modo bien definidos. En estas circunstancias, los behavioristas han sugerido que se debe extraer los modelos de decisión de la empresa a partir de la observación directa más bien que de consideraciones a priori." -On the behavioral theory of the firm. Trabajo que aparece en la obra editada por R. Marris & A. Wood: The corporate economy. Op. cit. p. 118. Respecto a la contribución de la teoría de la organización puede consultarse el resumen de la misma ofrecido por J.R. Wildsmith: Managerial theories of the firm. Op. cit. pp. 23-29.

(3) "debe recalcarse que los procedimientos de fijación de precios descritos por los behavioristas no son de ningún modo irracionales. Por el contrario, mantienen que son parte del proceso razonable de adaptación a las circunstancias y, en particular, a la presencia de la incertidumbre." Ibid. p. 134.

(4) P.J. Curwen resume los principales supuestos de todos los modelos que sostienen la tesis de maximización de los beneficios de este modo: a) empresa en la que propiedad y administración confluyen en la misma persona; b) conocimiento perfecto por parte del empresario de los aspectos productivos de su empresa, así como del medio ambiente; c) no tiene más metas que maximizar sus ganancias; d) puede alcanzar perfectamente su meta pues conoce perfectamente sus curvas de ingresos y de costes y las de sus posibles competidores; e) fija su equilibrio donde coinciden sus ingresos y costes marginales. Op. cit. p. 62.

(5) Las decisiones tomadas en la práctica van aproximándose, en todo caso, poco a poco hacia metas óptimas a través de un proceso secuencial de prueba y error. Vid. W.J. Baumol & M. Stewart: On the behavioral theory of the firm. Op. cit. pp. 12-22.

(6) Sobre los efectos derivados de la información imperfecta y de la incertidumbre en general puede acudirse a P.J. Curwen: Managerial economics. Op. cit. pp. 94-5, 119-20.

(7) J.K. Galbraith afirma que existe un desfase entre el incremento de la demanda en épocas de inflación y el ajuste de los precios a la nueva situación dentro de los sectores oligopolísticos, concluyendo que este retraso hace que las empresas no puedan encontrarse nunca en la posición de máximos beneficios, sino que siempre existirán "beneficios monopolísticos sin materializar", ya que la adaptación no es nunca completa, ni inmediata. Vid. Market structure and stabilization policy. Review of economics and statistics. Mayo, 1.957. p. 127. -- Por su parte, E.E. Zajac insiste en que en un mundo dinámico en el que el punto de equilibrio fluctúa constantemente y en el que la información disponible es imperfecta, la empresa es incapaz de alcanzar el punto inestable en el que se maximizan teóricamente los beneficios. Vid. A geometric treatment of -- Averch- Johnson's behavior of the firm model. American Economic Review. Marzo, 1970.

(8) K.W. Rothschild defiende este punto de vista afirmando que el precio establecido no es el resultado mecánico de las fuerzas impersonales del mercado, ni el ajuste esencial frente a un medio ambiente en constante mutación, sino la expresión de -- una estrategia de empresa y añade que la rigidez de los precios es una característica normal de esta estrategia desplegada por las compañías oligopolísticas, por lo que la existencia de precios estables contradice la consecuencia lógica del principio de maximización de beneficios de que el precio debe cambiar al variar la demanda o los costes, lo que niega la validez del controvertido principio. -Price theory and oligopoly. Trabajo recogido en la obra editada por G. Stigler & K. - Boulding: "Readings in price theory. Richard D. Irvin. Homewood. Illinois, 1952. p. 455.

(9) Este autor distingue ambas clases de precios definiendo el -- precio administrado como: "un precio establecido por decisión de la dirección de la empresa y que se mantiene durante un período de tiempo," añadiendo "tenemos un precio administrado - cuando una compañía establece y mantiene un precio al que --- efectuará sus ventas o simplemente tiene sus precios precios a los que los compradores pueden realizar sus compras o no, - según prefieran" Senate Document 13, Industrial Prices and -- Their Relative Inflexibility. La cita está tomada de la obra de J.M. Blair. Economic concentration. Op. cit. p. 420.

(10) Edwin G. Nourse participa de la misma opinión que Gardiner C. Means señalando que prácticamente todas las empresas establecen su propia política de precios, mientras que el supuesto automatismo de mercado apenas existe. Su fijación de precios administrados viene reforzada por el poder o control de mercado ejercido por las empresas, sobre todo, por las de gran dimensión. Igualmente los precios administrados son poco sensibles a los cambios del mercado y, más concretamente, si existe depresión los precios se mantienen, prefiriéndose recortar el output. -Price making in a democracy.- The Brookings Institution. Washington, 1944. Resumido del comentario realizado por J.M. Blair. Op. cit. p. 421.

(11) Means justifica la escasa frecuencia de los cambios en los -- precios administrados en razón a lo que denomina "zona de indiferencia relativa". Esto significa que alrededor del precio que da unos beneficios abultados existe una zona por encima y por debajo que prácticamente proporciona las mismas ganancias,

por lo que no merece la pena cambiar de posición constantemente. Solamente cuando se produzca un cambio brusco en la demanda o en los costes habrá verdadero motivo para rectificar la conducta. Extraído del comentario de J.M. Blair. Op. cit. pp. 468-9.

(12) Blair sostiene que a partir de la 2ª guerra mundial, sobre todo, los precios de las industrias oligopolísticas se han vuelto rígidos no sólo en cuanto a la escasa frecuencia de los cambios, sino en cuanto al sentido de los mismos, pues estos precios suben tanto durante los booms como durante las crisis de depresión y tanto más es cierto esto cuanto mayor sea la concentración de poder en las diferentes ramas industriales. Op. cit. p. 469.

(13) J.M. Blair resume los principales hallazgos del trabajo desarrollado por G.C. Means en los siguientes puntos:

1.- De hecho, la mayor parte de los precios tienen tendencia a cambiar, ya con relativa frecuencia, ya con relativa infrecuencia. Se manejan dos tipos de precios completamente distintos.

2.- Existe relación directa entre la frecuencia del cambio y la amplitud del mismo. Los productos cuyo precio varió frecuentemente mostraron una gran reducción de precio durante la depresión, mientras que los que lo hicieron pocas veces bajaron poco.

3.- Existe una relación inversa entre el precio y la reducción del output. El output de las industrias cuyos precios bajaron mucho durante la depresión apenas bajó, mientras que la disminución del output fué mucho mayor para aquellos cuyos precios se mantuvieron inalterados.

4.- La rigidez de los precios es debida principalmente a la concentración económica de los mercados.

Después de esto, comenta exhaustivamente la validez de estos hallazgos, llegando a la conclusión de que la teoría clásica no es correcta y, en cambio, las opiniones de Means, corroboradas por otros muchos trabajos de diferentes autores, sí lo son en términos generales. Ibid. pp. 421-66.

(14) "En el caso de la fijación de precios en base a los costes puede argumentarse que el desconocimiento de los costes marginales de venta y de la elasticidad de la demanda de los artículos individuales de una línea comercial es por mayor hacen que no haya más remedio que hacer uso de reglas prácticas intuitivas. "W.J. Baumol & M. Stewart: On the behavioral theory of the firm. Op. cit. p. 119

(15) Vid. C.J. Hawkins: Theory of the firm. Op. cit. pp. 54-6.

(16) Managerial economics. Op. cit. p. 94

(17) Op. cit. pp. 51-2

(18) Cabe, como es lógico, negociar con el medio ambiente incierto, dando paso a una situación de certeza provisional que es propia del análisis estático secuenciado y revisado en cada una de sus iteraciones. De esta forma la empresa puede irse adaptan-

do progresivamente a un estado de incertidumbre perfectamente controlada. Las reglas de fijación de precios en función de los costes más la adición de un margen guarda total coherencia con esta clase de negociación con el medio ambiente. Vid. R.M. Cyert & J.G. March: Teoría de las decisiones económicas en la empresa. Op. cit. pp. 137-78

(19) Vid. P.J. Curwen. Op. cit. pp. 132-41

(20) "Para ser más específicos, los modelos de maximización difícilmente pueden proporcionar predicciones cuantitativas acerca del comportamiento de las firmas individuales al modo en que lo hacen los modelos behavioristas. Simplemente, como se desconoce bastante las estructuras de costes y de la demanda de los productos, es imposible saber a partir de las decisiones de precios observados si se acercan o no a la maximización de algo" W.J. Baumol & M. Stewart: On the behavioral theory of the firm. Op. cit. pp. 136-7.

(21) Curwen señala como características positivas de la fijación de precios a partir de los costes incurridos: a) simplicidad; b) proporcionan un medio ambiente estable y evitan costes necesarios para poseer información sobre las condiciones del mercado. Como características negativas están: a) ignorar el estado actual del mercado; b) la imputación de costes a los productos es siempre arbitraria. Por otro lado, opina que este modelo resulta difícilmente compatible con la maximización de beneficios, más no con la obtención de beneficios satisfactorios. Op. cit. pp. 123-25.

(22) Price theory and business behaviour. Oxford Economic Papers. Mayo 1939.

(23) Marginal policies of excellently managed companies. American Economic Review. Marzo 1956. Vid. también Baran, P.A. y - Sweezy, P.M.: "El capital monopolista" Op. cit. pp. 24-6 y - P.J. Curwen. Op. cit. pp. 95-6 para comentarios sobre el punto de vista de Early.

(24) C.J. Hawkins aduce las siguientes razones por las que las empresas suelen seguir este sistema corrientemente:

1ª) Las empresas buscan beneficios satisfactorios, no beneficios máximos. El principal problema radica en la definición del margen g; según este autor, varía con la fase del ciclo económico, con la elasticidad de la demanda y con las barreras de entrada en la industria.

2ª) En el horizonte incierto en que actúan las empresas, no se conocen con precisión las demandas, con lo que no pueden calcular los precios óptimos de los productos. Además de esto, no hay que olvidar que el precio de hoy puede afectar la demanda de mañana. Por todo ello, es preferible marcar los productos con un porcentaje y esperar a ver qué pasa. Además si el producto no puede venderse en estas condiciones es señal de que no interesa su explotación. Por otro lado, la experiencia irá diciendo cuándo y cuánto interesa aumentar o reducir el margen.

3ª) Las empresas deben prevenirse frente a la entrada en el mercado de nuevos competidores; el marcaje de los precios permite ponderar convenientemente este efecto.

4ª) Mejora las posibilidades de lograr una entente dentro de las ramas oligopolísticas, pues el margen acaba por limitarse dentro del grupo, lo que equivale a una especie de colisión tácita. Theory of the firm. Op. cit. pp. 73-6.

(25) "No hay apenas discusión, pues las pruebas empíricas lo avalan suficientemente, en que el coste más un margen es el método más común utilizado para fijar los precios en la práctica. Existirá, sin embargo, una fuerte controversia en cuanto a la utilización de esta información hasta que se disponga de una evidencia mucho mayor acerca de la motivación de las empresas que utilizan el método. Después de todo, no hay razón para que las que buscan maximizar sus beneficios a corto plazo, las que tratan de maximizar los beneficios a largo plazo y las que aspiran a maximizar el volumen de ventas no puedan utilizar todas ellas el coste más un margen como instrumento para la fijación de sus precios. Sin embargo, las empresas en uno u otro caso deberían elegir márgenes diferentes a fin de alcanzar sus metas respectivas.... Dado que el tamaño del margen depende de los fines empresariales, las pruebas relativas a la motivación son claramente cruciales, aunque la investigación acerca de lo que motiva realmente a los managers constituye desgraciadamente una tarea extremadamente difícil que no ha sido desvelada por completo hasta el presente". C.J. Hawkins. Op. cit. pp. 76-7

(26) C.J. Hawkins señala que la maximización de los beneficios no sólo es rechazable porque no se cuenta con la información necesaria para poder calcular con precisión el equilibrio de la empresa, sino porque también existen razones para pensar que ésta tampoco estará interesada en lograr tal meta ("junto a las dudas acerca de si las empresas tienen información para maximizar sus beneficios, existe un amplio escepticismo respecto a si aquéllas querrán maximizar las ganancias aunque puedan hacerlo. "Theory of the firm. Op. cit. p. 60. C. Michael White se muestra aún más tajante, sosteniendo que la maximización de beneficios no interesa a las propias empresas, porque esto puede plantearles una serie de dificultades de diverso signo. Así, manifiesta: "Ocurre que las empresas evitan realizar el máximo beneficio y esto por diversos motivos. Puede que tengan miedo de atraer la competencia de otras empresas; puede también que tengan temor de que el gobierno las persiga por violación de las leyes anti-trust; puede por fin que una política general en materia de relaciones públicas, de relaciones sindicales, etc... las impulse a contentarse con un beneficio medio, renunciando a buscar el beneficio máximo. La legislación fiscal tiene como efecto el estimular a las empresas a limitar sus beneficios presentes en favor de los futuros. La maximización del beneficio, como acabamos de ver, sufre muchas modificaciones y restricciones, pudiendo llegar hasta substituirla o combinarla con otros objetivos en los cuales el beneficio no interviene más que como un límite inferior del ingreso neto de la empresa. La maximización del beneficio no asegura de ningún modo la supervivencia de una empresa. De hecho, como acabamos de ver, la supervivencia exige a veces no buscar el beneficio máximo. "Objetivos múltiples de la empresa: Trabajo incluído en la obra editada por R. Boulain & W. Spivey: La programmation linéaire et la théorie de l'entreprise. Op. cit. p. 195.

(27) P.J. Curwen señala que "existen pocos modelos que consideren básicamente la obtención de niveles de beneficios satisfacto-

rios como la meta principal de la empresa, sino más bien como un objetivo que corre parelelo pero que es subsidiario de --- otros fines". Op. cit. p. 91.

(28) A reconstruction of economics. John Wiley & Sons. New York - 1950.

(29) Uncertainty, evolution and economic theory. Journal of Political Economy. Junio, 1950

(30) Theories of decision making in economics and behavioral science. American Economic Review. Junio 1959 y New developments - in the theory of the firm. American Economic Review. Mayo 1962.

(31) A behavioral theory of the firm, traducido al castellano bajo el título: Teoría de las decisiones económicas en la empresa Op. cit.

(32) Corporate strategy. Mc.Graw Hill. New York, 1965 pp. 44 y sgts.

(33) Short period price determination in theory and practice. American Economic Review. Junio, 1948.

(34) The analysis of the firm: rationalism, conventionalism and -- behaviorism. Journal of Business. Julio, 1950.

(35) Price theory and oligopoly. Economic Journal. Septiembre,1947

(36) Competition among the few.Alfred A. Knopf. New York, 1949.

(37) Business objectives and survival needs. Journal of Business. - Abril, 1958.

(38) Managerial economics. Prentice Hall. Englewood Cliffs. New -- Jersey, 1951.

(39) Economic theory and business behaviour. Review of Economic Studies. Vol XVI

(40) Elements of indeterminancy in the theory of non-perfect competition. American Economic Review. Septiembre, 1939.

(41) Annual survey of economic theory. The theory of monopoly. Econometrica. Enero 1935.

(42)The economics of discretionary behaviour. Managerial objectives in a theory of the firm. Op. cit. Vid. en general Capítulo 8 del presente trabajo.

(43) A theory of large managerial firms. Journal of Political Economy. Junio, 1965

(44) The economics of price determination. Oxford University Press, 1942.

(45) Managerial economics. Op. cit.

(46) Industrial pricing and market practices. Prentice Hall. Englewood Cliffs. New Jersey, 1951

47) Full costs, cost changes and prices. Universities National Bureau Committee for Economic Research. Aparece en la obra: Business concentration and price policy. Princeton University Press, 1955.

48) "Los precios basados en los costes tienen pocas probabilidades de llevar a la maximización de beneficios"; "es probablemente acertado decir que la fijación de los precios a partir de los costes es análogo al comporta miento satisfactorio". - P.J. Curwen. Op. cit. p. 131.

49) Exceptuado el efecto de variación de las existencias, puesto que si lo que se produce no es exactamente igual al número de unidades vendidas, puede existir alguna diferencia entre el precio de venta calculado a partir del "full-cost" y del "direct-cost" respectivamente.

50) Puede consultarse J.M. Blair: "Economic concentration. Op. cit. pp. 467-95, para tener una visión más completa de los pormenores del "target return pricing".

51) P.J. Curwen.- Op. cit. p. 125.

52) La relación entre r' y r es fácil de calcular, toda vez que rR-iL=r'P, con lo cual substituyendo R por la suma (P+L) y despejando r' se llega a la conocida fórmula $r'=r+\frac{L(r-i)}{P}$ (apalancamiento financiero), que ya hemos expuesto en capítulos anteriores. Como es natural, la tasa de beneficios satisfactoria deseada debe guardar congruencia con la política de dividendos y de autofinanciación deseada en la forma descrita en el epígrafe 8,2,5. del capítulo anterior.

53) En las cargas de estructura estarían comprendidas, como quedó dicho en 8,2,5. los intereses iL, las dotaciones a las amortizaciones y provisiones F (económicas y discrecionales) y las demás cargas de estructura. A la vista de la expresión parece que faltan los consumos improductivos correspondientes a la plantilla de personal y de elementos. Esta omisión es únicamente aparente, ya que c_D y K no representan los costes estrictamente necesarios para el programa previsto, sino que corresponden a los costes efectivos planeados teniendo en cuenta, por tanto, los correspondientes de la "lamitud organizativa" mencionados que se encontrarán distribuidos entre c_D y K.

54) J.M. Blair señala: "No debe pensarse que la discrecionalidad de los oligopolistas para fijar los precios es absoluta. Incluso la corporación que posea el mayor dominio y la cuota más elevada del mercado encuentra limitado su poder de fijación de precios, por lo que ignorar este hecho puede ser peligroso para ella. La restricción principal en este sentido es la competencia de precios" Entre las restricciones respecto a la fijación de precios el propio Blair, señala: a) competencia de precios que puede derivarse de otras empresas nacionales o extranjeras; b) la elasticidad de la demanda; c) el poder de negociación de los grandes compradores; d) la existencia de productos sustitutivos; e) las integraciones verticales. Economic concentration. Op. cit. p. 4,8.

55) Ibid. pp. 498-550.

(56) "Aunque la rivalidad competitiva dentro de las industrias - concentradas queda limitada de ordinario a seguir el precio de la empresa líder y a otras formas de competencia al margen de los precios, la competencia en precios puede derivar de una variedad de fuentes... Si no existe protección de patentes, discriminación de precios u otras restricciones artificiales, las medianas y pequeñas empresas pueden ser una fuente importante de competencia de precios. Asimismo si no existen aranceles y cuotas proteccionistas, la oferta de -- las empresas extranjeras puede constituir una restricción - adicional." Ibid. p. 500.

(57) El planteamiento de esta salvedad lo vamos a referir al modelo de costes directos, suponiendo además que el volumen - de ventas esperado es inferior o igual al volumen de unidades a producir, aunque naturalmente pudiera extenderse para el resto de las variantes de esta clase de modelos.

(58) Curwen habla de dos variantes del "mark-up" en este sentido: a) rígido: cuando el margen se mantiene aunque varíen los - costes produciendo, en consecuencia, cambios de precios a - medida que los costes se alteran; b) flexible, cuando la empresa trata de mantener estables los precios y, por lo tanto, al variar los costes debe modificar el margen de beneficio, como puede ocurrir cuando la empresa trate de actuar en línea con la competencia. Managerial economics. Op. cit. p. 123.

(59) Para un mayor comentario acerca del comportamiento de los - precios ante los cambios de tendencia de la demanda en los - sectores oligopolísticos puede consultarse J.L. Allbir. Op. - cit. pp. 536-48.

(60) Existen pruebas empíricas elocuentes que demuestran que el -- margen de las empresas oligopolísticas es mayor que el de las empresas competitivas y que cuanto más concentrada esté una industria tanto mayor suele ser la tasa de beneficios de las principales empresas que la forman. El mayor excedente de - las grandes empresas permite discrecionalidad en ciertos gastos y cargas, así como la aparición de partidas de costes optativos que se realizan siempre que los beneficios sean superiores a los normales. Entre estas partidas suelen encontrarse conceptos tales como gastos de publicidad, de relaciones públicas, gastos de investigación y desarrollo, por cubierto, gastos recreativos, etc. Aparte de esto, la medida de los beneficios es siempre discrecional dentro de ciertos límites, de tal manera que pueden hacerse aparecer como costes conceptos que no son tales o consumos excesivos como puede ser la estimación desmesurada de la amortización, todo ello con el fin de reducir beneficios. En consecuencia, llegado - el caso, pueden hacerse uso de estos márgenes de discrecionalidad para acercar la tasa de beneficios hacia la cuantía planeada. Ibid. pp. 524-36.

(61) R.M. Cyert & J.G. March: Teoría de las decisiones económicas en la empresa. Op. cit. Puede verse en particular el trabajo contenido en esta obra del que es autor C.J. Hitch: Un modelo de comportamiento racional en la administración de - empresas. pp. 273-91. Para mayor amplitud acerca de este pormenor puede acudirse al Capítulo 6 con presente en abajo, en el que se resalta el carácter de estabilizadores de la ta

sa de rentabilidad perseguida a los pagos de laxitud organizativa.

(62) La introducción de tasas múltiples de beneficios puede obedecer a diversos motivos. Un ejemplo de discriminación de tasas de ganancias planeadas por productos puede derivar del distinto poder de compra exhibido por los adquirentes de unos productos y otros. Así, en los productos para los que la demanda está concentrada en pocas manos la tasa será menor, mientras que para las que hay numerosos compradores el porcentaje de beneficios puede ser superior. J.L. Bain. Op. cit. pg.520-22

(63) En su artículo titulado: Managerial discretion, organisation form and the multidivision hipothesis, incluído en la obra editada por R. Harris a A. Wood: "The corporate economy" The Macmillan Press. Londres. 1973. pg. 343-85. O.E. Williamson describe la forma típica de organización de la gran empresa moderna. De este artículo entresacamos algunas líneas que nos dan idea de cómo está constituida una empresa multidivisional que cuenta "con una oficina central cuyos directivos se ocupan de las actividades globales de la compañía y con divisiones operativas autónomas e independientes cuyos gerentes dirigen las operaciones de las mismas." Lo más característico de estas empresas es la aparición de un poder central, con su correspondiente staff, que queda encargado de la toma de decisiones estratégicas, es decir, de los asuntos globales tales como asignación de recursos, captación de nuevos recursos, señalamiento de metas a unidades operativas, etc. Las unidades operativas, por su parte, tienen un alto grado de independencia, si bien deben tener en cuenta las metas marcadas por la dirección central; su autonomía se extiende a las áreas de producción, ventas, financiación, etc. respecto a las decisiones operativas cotidianas, aunque quedan sujetas al control de la autoridad. En resumen, la empresa de forma M responde a estos rasgos:

"1.- La responsabilidad de las decisiones operativas se encomienda a divisiones operativas o cuasi-firmas (especialmente autonomas).

2.- El staff reducido vinculado a la oficina central desempeña simultáneamente tareas asesoras y censoras. Estas tareas contribuyen a asegurar mayor control sobre el comportamiento de las divisiones operativas.

3.- La oficina central se ocupa esencialmente de las decisiones estrategicas que abarcan la planificación, valoración de la ejecucion y el control, incluyendo la asignacion de recursos entre las divisiones operativas (competitivas).

4.- La separacion existente entre la oficina central y las divisiones operativas crea en los directivos de la oficina central el compromiso psicológico respecto al funcionamiento conjunto de la organización, más que verse absorbidos por los asuntos funcionales de las partes.

5.- La estructura resultante muestra no sólo racionalidad sino a la vez sinergia: el todo es mayor (más efectivo, más eficiente) que la suma de las partes"

(64) K representaria dentro de la estructura multidivisional de la gran empresa, las cargas de estructura comunes a todas las unidades operativas, las cargas propias incurridas por la matriz o sede central de la organización o del grupo.

(65) Vid. A.D.H. Kaplan, J.B. Dirlam & R.F. Lanzillotti: Pricing in big business. Op. cit.

(66) Vid. J.M. Blair. Op. cit. P. 470.

(67) W.J. Baumol &M.Stewart: On the behavioral theory of the firm Op. cit. p. 136

(68) Ibid. pp. 471-73

(69) C.J. Hawkins señala que los costes de producción dependen del volumen del output considerado, por lo que se necesita predecir el output para fijar los costes y, en función de la tasa de beneficios deseada, marcar los precios después. En la práctica se guían por outputs anteriores o standards. Op. cit. p. 74.

(70) Op. cit. pp. 473-4

(71) Ibid pp. 474-75 y G.J. Stigler: "The kinky oligopoly demand-curve and rigid prices" Op. cit. pp. 120-7.

(72) J.M. Blair se pregunta si la fijación de los precios en función de un objetivo de rentabilidad para los recursos financieros significa que se trata de perseguir un objetivo mínimo que se puede y debe intentarse superar de acuerdo con el desarrollo de la coyuntura o, por el contrario, si la consecución de la tasa planeada es algo secundario, que no importa apenas a la gran empresa. El autor hace notar que el comportamiento real normal de la empresa oligopolística ante un boom de demanda es dejar las cosas como están, es decir, seguir manteniendo los precios. Aduce para ello que la gerencia debe saber que puede perder más de lo que puede ganar si aprovecha un boom repentino para elevar sus precios, con lo que preferirá no modificar éstos. Así, una subida de precios puede desencadenar la competencia de precios, la caída posterior de la demanda si la coyuntura alcista es efímera. la aparicion de artículos sustitutivos, la atracción de bienes importados, los intentos de absorción por parte de conglomerados financieros especialistas en expansión externa por cauces financieros, etc. Por otro lado, señala también que la compensación de los directivos no suele basarse en la tasa de beneficios a corto plazo. Así, pues, los cargos principales de estas compañías tienen conciencia de que con la tasa planeada es suficiente y que a partir de aquí, es mucho más efectiva cualquier otra política que tienda a conservar la posición adquisitiva por sus respectivas empresas, es decir, que garantice mejor la obtención a largo plazo de dicha tasa de beneficios. Op. cit. pp. 460-62.

(73) Vid. G.J. Stigler. The kinky oligopoly demand-curve and rigid prices. Op. cit. p. 128

(74) Blair analizando los datos de rentabilidad de grandes empresas americanas relativos a los años posteriores a la segunda guerra mundial concluye que las desviaciones son escasas y - es y ose, sobre todo, en alza prolongadas Op. cit. pp. 491-93

(75) No hay que olvidar los efectos psicológicos del consumo que aumentan la rigidez de la demanda de una gran parte de bienes. La creación de hábitos, los efectos imitación, etc. que derivan de la publicidad, diferenciación de los productos, etc, contribuyen eficazmente a la inelasticidad de la demanda. Todo ello ayuda a que el "target return" pueda mantenerse o incluso subir a pesar de la subida de los costes que obliga a elevar los precios de los bienes, puesto que la caída de la demanda se ve enormemente frenada por estas circunstancias.

(76) Vid. J.M. Blair. Op. cit. pp. 476-80

(77) Ibid. pp. 494-95

(78) Pueden consultarse los significativos cuadros estadísticos de algunas de las grandes empresas norteamericanas que incluye Blair. Ibid pp. 483-91

(79) Ibid. pp. 475-76 y P.J. Curwen. Op. cit. p. 132 y sgts.

(80) Pricing objectives in large companies. American Economic Review. Diciembre, 1958. pp. 921-40

(81) Curwen invalida la utilidad real de los modelos de maximización de beneficios fundándose en que muy pocos mercados están conformados de acuerdo con las premisas básicas de estos modelos y además porque al existir una plena separación entre la propiedad y la administración de la gran empresa moderna no es posible maximizar simultáneamente las funciones de utilidad de las dos facciones y como, al parecer, predomina el poder de los administradores la consecuencia es que no se maximizará la funcion de utilidad de los accionistas que viene representada esencialmente por la cifra de beneficios. Op. cit. pp. 61-63

(82) Curwen menciona la controversia existente respecto a si la obtencion de ganancias satisfactorias tiene el carácter de una verdadera meta global de la empresa o, más bien, debe considerarse como un instrumento gerencial al servicio de otras metas. Nuestra postura es claramente partidaria de esta segunda interpretación y rotundamente afirmamos que es un instrumento al servicio de la finalidad última y trascendental del crecimiento prolongado de la compañía, W.L. Baldwin, N.W. Chamberlain y A.E. Kahn, según refiere Curwen, sostienen esta vision instrumental del beneficio satisfactorio. Vid. Managerial Economics. Op. cit. p. 126 donde se indican además las referencias bibliográficas de los autores mencionados, cuyos trabajos no hemos manejado.

(83) No se quiere decir con ello que los accionistas se muestren impasibles respecto a la eleccion alternativa entre dividendos y retención de beneficios realizada por el estamento directivo. De hecho, como apunta E. Vatteville, los dividendos presentan facetas de interes para los accionistas: 1º) reducen la incertidumbre de los accionistas, porque percibir hoy es más útil que esperar; 2º) son un índice de la rentabilidad de la empresa y así, el incremento de los dividendos se considera como signo favorable y a la inversa: por ello, el ideal de los administradores es mantener estables los divi-

dendos o que éstos crezcan ligeramente; 3º) por lo general, los impuestos sobre dividendos y sobre las ganancias de capital producidas por el aumento de las cotizaciones no coinciden. (Introduction à l'analyse financière de la croissance de l'entreprise. Op. cit. pp. 92-3) La ponderación de esos factores, por parte de los comités directivos es lo que determina la política standard del mercado y respetando la norma el accionista quedará satisfecho.

84) Gran parte de lo que sigue guarda estrecha conexion con lo expuesto en el último epígrafe del Capítulo 8.

85) No es necesaria la comparación entre [2] y [3] pues los resultados serían análogos al existir una equivalencia conocida entre r y r' que resulta de comparar [1] y [2]. Esta equivalencia viene dada por la expresion $r'=r+\frac{1(r-i)}{i}$, con lo cual sustituyendo el valor de r' en la relacion de congruencia se obtendría de forma explícita la compatibilidad entre r y a. Por otro lado, el interes de la equivalencia entre r y a es menor que la que ofrece r' y a, dado que es más frecuente que la tasa de beneficios empleada a efectos de la solución del modelo sea la r', es decir, la tasa de ganancias sobre los recursos propios, en razon a que la información contable se enfoca desde la optica de los accionistas.

Capítulo 10.- Maximización de la utilidad de un horizonte temporal: modelos de crecimiento.

10.1. Modelos de comportamiento empresarial considerando el horizonte temporal.

Un modo distinto de enfocar la maximización de la función de utilidad del estamento al que se vincula el comportamiento global, permanente y último de la pieza clave de las economías capitalistas más avanzadas, es decir, de la gran empresa moderna, es contemplar un horizonte temporal, en vez de concentrar la atención en la utilidad referida a cada instante en concreto y de forma inconexa que es la forma en que abordaban el problema los modelos que se han descrito en los capítulos precedentes, excepto los del Capítulo 6, puesto que al referirse a la maximización del valor de mercado de las acciones, la utilidad que representa esta - proposición normativa dimanante del esquema de preferencias de-- los capitalistas-propietarios, consideraba de hecho la evolución futura del negocio.

Si hemos manifestado en 5.1. que la resolución en el-- plano teórico, del problema del fin genérico de mayor jerarquía- de las grandes organizaciones mercantiles debía tener como base, bien los esquemas de preferencias de los capitalistas-propieta-- rios, bien los correspondientes al consejo directivo, de aquí que este nuevo cambio de óptica podría contemplarse desde la perspectiva de uno y otro estamento. Vistas las cosas desde este ángulo, el postulado central de comportamiento se convertiría en las dos alternativas siguientes: maximización de los beneficios de los - capitalistas-propietarios versus maximización de la utilidad directiva, referidas ambas a un horizonte temporal.

Ahora bien, este nuevo enfoque podría realizarse considerando un contexto estacionario o un contexto evolutivo. En otras palabras, las expectativas futuras atribuidas a la gran empresa--

podrían ser de permanencia indefinida del volumen de negocios, o bien, considerar que va a tener lugar un proceso de expansión continuado. Ni que decir tiene que sólo esta segunda posibilidad es la que parece tener validez y ello nos obliga, por tanto, a prestar atención al fenómeno del crecimiento.

De manera que si se preconiza la supremacía de los capitalistas-propietarios a la hora de definir el comportamiento global, permanente y último de la corporación de gran tamaño, la hipótesis consistiría en maximizar los beneficios de un horizonte temporal (versión tradicional), o bien, en maximizar el valor de mercado de las acciones (versión moderna), bajo el supuesto de que se prevé un proceso de crecimiento ininterrumpido. El problema a resolver, en este caso, sería determinar la tasa de crecimiento temporal que, supuestas unas determinadas premisas en cuanto a la evolución de las diferentes variables, (tasa de rentabilidad de los activos, tasa de descuento, crecimiento de las ventas, etc.), permitirá maximizar, bien los beneficios del horizonte temporal contemplado, bien el valor de mercado de las acciones referido al momento presente, problema que podrá abordarse, como es natural tanto en régimen de certeza, como introduciendo el riesgo y la incertidumbre. En definitiva, la consideración del horizonte temporal convierte la finalidad básica de los capitalistas-propietarios en maximizar la tasa de crecimiento temporal compatible con la maximización de los beneficios del horizonte considerado o, lo que es análogo, compatible con la maximización del valor de mercado de las acciones (1).

Sin embargo, en otros lugares de este mismo trabajo, se han aportado argumentos abundantes que permiten sostener que el poder supremo de una gran empresa radica en su comité de altos

dirigentes profesionales que rigen los destinos de la misma, constituyendo un estamento que goza de una elevada independencia con respecto a los demás estamentos que componen la coalición. Después de analizar el cuadro de motivaciones típicas de la élite directiva, hemos destacado que la obtención de los beneficios máximos no parecía ser el elemento más sobresaliente del esquema de preferencias de los dirigentes, sino que más bien prepondera-rían diversos factores de contenido pecuniario unos y otros varios, y quizás de modo principal, de contenido psicológico y sociológico. La obtención de ganancias satisfactorias era un requisito ineludible para asegurar la continuidad de sus cargos, pero a partir de este nivel entrarían en juego una gama de aspiraciones diversas que conformarían adecuadamente la función de utilidad de los dirigentes. El cambio de enfoque, como es natural, no debe alterar para nada el trasfondo de los modelos de comportamiento, por lo que debe seguir defendiéndose la primacía de los intereses de los altos cargos, con lo cual los mismos factores que se han venido esgrimiento para conformar la función de utilidad de éstos deberían estar presentes en esta nueva variedad de modelos de base gerencial, salvo que ahora habrá que dar entrada, junto a las variables elegidas que se consideran idóneas para representar dichas aspiraciones materiales e inmateriales en la función objetivo a maximizar, una variable clave que represente el proceso de crecimiento.

Conviene puntualizar que cuando se contempla el futuro de los dirigentes dentro de la empresa, visión mucho más realista que la visión estática, parece evidente que sus aspiraciones fundamentales deben radicar en la conservación de sus puestos de mando y en la potenciación de la envergadura de sus respectivas empresas, dado el carácter profesional de estos hombres-organiza

ción. Esto quiere decir que su utilidad esencial debe vincularse al binomio supervivencia-crecimiento, con lo que cabe plantear una función de utilidad directiva referida a la continuidad de la organización, en la que se consideren como variables claves de la misma determinadas magnitudes que representen este par de aspiraciones básicas del cuerpo directivo.

Dicho en términos aún más precisos, cabe sostener que el verdadero fin global, ultimo y permanente de las grandes empresas debe animar de su entramado gerencial, debiendo consistir en el crecimiento prolongado de los negocios de éstas en condiciones de seguridad, es decir, que la expansión sea capaz de salvaguardar suficientemente la supervivencias (2). Por consiguiente, la obtención de ganancias satisfactorias para los capitalistas propietarios a lo largo de todo el horizonte temporal previsto no pasa de ser un medio precisamente para salvaguardar la supervivencia de los altos cargos, aparte de constituir una de las fuentes de obtención de los recursos financieros necesarios para hacer posible la expansión a que aspira el grupo directivo.

El problema a resolver consistiría en determinar la tasa de crecimiento máxima que permitiría obtener unos beneficios satisfactorios a lo largo del horizonte temporal, o bien unas cotizaciones satisfactorias para las acciones en todo momento que garanticen la continuidad de los dirigentes, todo lo cual puede plantearse tanto en régimen de certeza como en situación de riesgo e incertidumbre. Hay que hacer notar algunas observaciones a este respecto: 1º) sigue vigente, en el supuesto de abarcar un horizonte temporal, la no necesidad de maximizar los beneficios o maximizar el valor de mercado de las acciones en sentido estricto, con lo cual la existencia de consumos estériles o escasamente productivos es un hecho innegable; 2º) aparte de que los benefi-

cios de las compañías cuyas decisiones estratégicas se orientan hacia las conveniencias de la alta dirección son inferiores a - los beneficios máximos potenciales, también podrá ocurrir que - las preferencias de este estamento en cuanto a la tasa de expansión no sea la que proporciona la cotización máxima en términos- teóricos, sino que puede preferir una cotización inferior a la - máxima, sin quebrantar un mínimo de seguridad, en aras a redoblar el ritmo expansivo de la compañía.(3)

Las empresas capitalistas , sobre todo las de grandes dimensiones, no son entes para producir y distribuir riqueza solamente, sino entes cuyo destino radica en acumular riqueza de - forma ininterrumpida. Por consiguiente, es del mayor interés disponer de una teoría sobre el crecimiento de las unidades económicas de producción, por ser este aspecto la verdadera finalidad - inmanente de las que operan dentro de los sistemas capitalistas- principalmente de aquéllos cuya economía se encuentra en avanzado estado de desarrollo (4): Incluso para la empresa tradicional en la que las facetas de propietario y dirigente confluyen en -- las mismas personas, la preferencia por el crecimiento sería una aspiración del primer orden; en el caso de la gran empresa, en - la que el control predomina sobre la propiedad, la tendencia hacía el crecimiento es el auténtico desideratum de los dirigentes profesionales superiores (5).

El reconocimiento por el análisis económico de que el crecimiento es casi la razón de ser de las corporaciones mercantiles representa, a nuestro juicio, un avance espectacular, pues la adopción de esta premisa eminentemente realista permite augurar resultados fructíferos a los esfuerzos de elaboración de una teoría sobre el comportamiento global de la gran empresa moderna. En palabras de Robin Marris: "El hecho de que las compañías crez

can, se hagan más grandes y el modo en que el proceso discurre - es una de las claves para explicar la diferencia entre el capitalismo real y el capitalismo competitivo ideal. La teoría del crecimiento ayuda también a explicar un número de fenómenos específicos tales como la publicidad, la diversificación y la retención de beneficios sobre los que la teoría "tradicional" ha sido menos afortunada o ha prestado menos atención. La teoría del crecimiento puede también, de paso, modificar las conclusiones de - las teorías estáticas de asignación de los recursos y de formación de los precios" (6).

10.2. Utilidad de los capitalistas-propietarios de un horizonte temporal: maximización de los beneficios.

10.2.1. Maximización del valor actual de los beneficios de un horizonte temporal versus maximización del valor de mercado de las acciones.

En el prólogo que acaba de exponerse, se ha puesto de manifiesto que la maximización de la función de utilidad de los accionistas, cuando se toma en cuenta la continuidad de la empresa, significa maximizar las ganancias de un horizonte temporal - que puede ser limitado o ilimitado.

Situada la empresa en un contexto evolutivo esto significa que hay que conectar esta hipótesis con las características estimadas del proceso de crecimiento previsto. Entre estas características pueden contarse las de ritmo temporal, forma del crecimiento, tasa de rentabilidad esperada, tasa de descuento -- calculatorio a aplicar a la corriente de beneficios prevista, - duración del horizonte temporal, costes inherentes al proceso de expansión, etc.

En el Capítulo 6 del presente trabajo, se condensó la teoría básica que resulta de la hipótesis de maximización del - valor de mercado de las acciones, que se consideró como alternativa frente a la versión tradicional de la utilidad de los accionistas medida a través de la cifra de beneficios. Evidentemente, los modelos desarrollados en el referido lugar, en realidad, trataban ya el fenómeno del crecimiento, al menos, cuando las fórmulas de valoración de las acciones se extendieron a este supuesto. Teniendo en cuenta que maximizar los beneficios de un horizonte temporal podría equivaler a maximizar el valor de mercado de las - acciones, de aquí que el tratamiento separado de los problemas-

y de los modelos allí comentados, de los que van a tratarse en el presente epígrafe supone, en sentido estricto, una ruptura lógica, habiendo sido preferible eliminar dicho capítulo e incorporar su contenido al presente epígrafe o al revés.

Sin embargo, hemos considerado oportuno mantener esta segregación por motivos de oportunidad expositiva. Así, la parcelación de esta materia unitaria se funda en que en el susodicho capítulo preferimos tratar las políticas netamente financieras -- que podrían conducir, teóricamente, a la cumplimentación de la meta supuesta, en un régimen bastante simplificado por lo demás, -- sin inmiscuirnos para nada en el análisis de la problemática que acarrea el crecimiento en cuanto a la génesis de los costes inherentes a los procesos expansivos, que afectarán sin duda a la tasa de rentabilidad de los recursos financieros propios invertidos. Prácticamente, lo que se trató de ver allí fué la teoría financiera de la valoración de acciones, bajo el supuesto normativo de alcanzar la maximización del precio de mercado de éstas, comentando diferentes pormenores en cuanto a los supuestos en que se apoyaban las fórmulas de valoración más extendidas dentro de la doctrina. Evidentemente, una de las variables críticas que inciden sobre la función objetivo establecida es la tasa de expansión, con lo cual habría que llegar a determinar la política de crecimiento compatible con la maximización del valor de mercado de las acciones.

En el presente epígrafe, que repetimos puede considerarse íntimamente ligado al contenido de dicho capítulo, el crecimiento es contemplado de una manera directa y principal; en él haremos hincapié en diversos pormenores relativos a la incidencia de los costes de expansión sobre la rentabilidad de los recursos, aspecto que dará lugar a la determinación de una tasa de crecimiento -

máxima compatible con la finalidad propuesta de maximizar las -- ganancias esperadas del horizonte temporal contemplado, considerando de pasada las particularidades de naturaleza financiera que evidentemente afectarían a la evaluación realizada por el mercado de capitales.

No obstante, tenemos que confesar que, dentro de ciertos límites, es válida la afirmación de que la compañía que maximiza el valor actual de una serie esperada de beneficios en crecimiento, debiera maximizar simultáneamente el valor de mercado de sus acciones. En el plano real, la equivalencia es bastante más dudosa, puesto que la maximización de los beneficios de un número de períodos es un criterio de decisión válido para los dirigentes que pretendan seguir este tipo de actuación. Sin embargo, este -- criterio puede llevar consigo una determinada política de retenciones de beneficios, intencionalmente orientada a favorecer los intereses de los accionistas, pero que puede no ser estimada del mismo modo por los tenedores de los títulos y por los inversores bursátiles en general, (imperfecciones del mercado de capitales) con lo cual la tasa de expansión que maximizaría el valor de mercado de las acciones podría ser distinta de la que maximiza la - corriente de ganancias esperadas por la compañía (7). La maximización del precio de las acciones es un criterio típico de los - accionistas, que se resuelve de acuerdo con sus cuadros de preferencias, no debiéndose olvidar que, en rigor, no existe una única función de utilidad de los accionistas sino múltiples, puesto que cada sujeto tendrá las suyas propias, es decir, las combinaciones entre percepción de dividendos y ganancias de capitales - serán tantas como poseedores individuales de acciones existan, - con lo cual la repercusión de una política de crecimiento, que - teóricamente favorece sus intereses puede ser apreciada de distin-

ta manera por el mercado bursátil (8). De cualquier forma, bajo la hipótesis de conocimiento perfecto y mercados de capitales - perfectos, en ausencia de discriminaciones impositivas, maximizar los beneficios de un horizonte temporal debe corresponderse fielmente con la maximización del valor de mercado de los títulos, aunque en honor a la verdad, habría que señalar que ante - estos supuestos restrictivos, la política de crecimiento a largo plazo habría de ser neutral, puesto que la tasa de rentabilidad de los recursos tendería a igualarse con la tasa de capitalización requerida por los accionistas, convalidándose la hipótesis de la utilidad estática de los accionistas con la utilidad referida a un horizonte temporal.

Hay además una razón más que nos ha movido a encuadrar este epígrafe dentro del presente capítulo. Después de describir un modelo de crecimiento bajo la perspectiva de los intereses de los socios, haremos lo propio, bajo la perspectiva de los dirigentes, lo cual nos permitirá evaluar más fácilmente el cambio - de conducta en cuanto al crecimiento que supone otorgar la hegemonía decisoria a un estamento u otro(9). Por último, pretendemos realizar una síntesis teórica de las dos perspectivas, siguiendo a John Williamson, con lo cual el panorama de los modelos teóricos de crecimiento creemos será más asequible, al ofrecer una -- visión unitaria de los diferentes enfoques más extendidos en el campo doctrinal.

10.2.2. Modelo de W. J. Baumol.

La hipótesis estática de maximización del volumen de- ventas con restricción de beneficios mínimos satisfactorios, en régimen de conocimiento perfecto, expuesta por Baumol y que ha sido desarrollada en el Capítulo 7 del presente trabajo, tiene-

el inconveniente común a todos los modelos estáticos de prescindir del horizonte temporal de la compañía (10). El referido autor ha elaborado un nuevo modelo en el que contempla la evolución futura del negocio, planteando como función-objetivo del comportamiento global, permanente y último de las empresas, la maximización de los beneficios de los capitalistas-propietarios de un horizonte temporal ilimitado, en régimen de previsión perfecta, suponiendo que el negocio evoluciona contínuamente en forma ascendente. (11)

Como puede observarse, la primera hipótesis de comportamiento formulada por Baumol, estaba elaborada a partir del esquema de preferencias de los cargos directivos, mientras que la nueva hipótesis parece estar conformada a partir de los intereses de los capitalistas-propietarios. Por consiguiente, no parece que la función de utilidad elegida para representar el comportamiento básico de las grandes compañías, responda a la hegemonía efectiva de los administradores profesionales sobre los demás estamentos de la coalición empresarial, por lo que de ser así, la hipótesis llevaría en sí un vicio inicial de planteamiento que restaría generalidad a su contenido y conclusiones. El objetivo final del modelo que propone Baumol es determinar la tasa de crecimiento temporal que permite maximizar el valor actual de la corriente futura de ganancias esperadas, con lo que cabría pensar que la tasa que resulte como solución del modelo, es muy probable que no coincida con la tasa que intenten imponer los dirigentes empresariales, puesto que su empeño puede estar puesto no tanto en la maximización del valor actual de la corriente de beneficios esperados como en otros pormenores de mayor interés dentro de su escala de utilidad. Así, los dirigentes pueden encontrar preferible un ritmo de expansión más vivo, aunque ello-

les obligue a sacrificar parte de los beneficios potencialmente asequibles, en la misma línea de razonamiento anteriormente descrita del propio Baumol, aparte de la preferencia ciertamente verosímil por los consumos improductivos de diverso signo en la línea de pensamiento de O. E. Williamson, por ejemplo, renunciando por ello a la obtención de los beneficios máximos, según el criterio neoclásico de asignación de recursos, en el que no se toleraban consumos que cumplieran la regla de oro de la igualdad entre el ingreso y el coste marginal (12).

En verdad, Baumol en esta nueva interpretación soslaya inicialmente estas cuestiones, no aclarando suficientemente si los componentes de la serie temporal de beneficios previstos que utiliza para la especificación de su modelo, representan beneficios máximos neoclásicos o beneficios satisfactorios calculados en forma congruente con su anterior aportación. ¿Debemos suponer que lo que plantea no es la maximización de una corriente de beneficios máximos periódicos, sino la maximización de una corriente de beneficios mínimos satisfactorios?. Este es un punto previo sobre el que habría que pronunciarse, en rigor, a efectos de clasificar el modelo de Baumol dentro de la línea ortodoxa de la preferencia de los intereses de los accionistas o formando parte de los modelos de crecimiento puramente gerenciales.

Esta es una duda que, a nuestro juicio, no resuelve plenamente el texto del trabajo de Baumol, pues aunque al principio parece que defiende implícitamente la primera postura, al final realiza ciertas consideraciones relativas a la vigencia de su anterior modelo que permiten columbrar una homologación entre su modelo estático y su modelo de crecimiento, actuando la discrecionalidad directiva a la hora de establecer los planes futuros de acción de la empresa, en el sentido apuntado por Baumol -

se renuncia a parte de los beneficios potencialmente asequibles en aras al aumento de las ventas. De prevalecer esta interpretación, el encuadramiento más idóneo de su modelo de crecimiento sería dentro de los modelos de utilidad directiva de un horizonte temporal. Naturalmente, la interpretación contraria, que es la que parece deducirse más claramente del planteamiento general del modelo, constituiría un punto débil del análisis del crecimiento formulado por este autor, lo cual no empañaría, sin embargo, el mérito global que encierran sus opiniones al respecto.

En nuestra opinión, la política de crecimiento más realista debe fundarse en un criterio acorde con los hechos reales y éstos demuestran que los intereses de los dirigentes privan sobre los de los accionistas, con lo que la tasa de expansión preferida por los primeros puede diferir de la de los segundos, en cuanto que no se encuentran compelidos a tener que maximizar estrictamente una corriente de beneficios máximos periódicos. Por este motivo, resultaría chocante propugnar como criterio de actuación la maximización de la corriente de beneficios en aras a configurar la política de crecimiento óptima de la compañía. De ser así, la tasa singular de expansión de los ingresos que nos ofrece el esquema de ideas de Baumol, no puede pasar de ser más que una solución particular y extrema del fenómeno de crecimiento de la gran empresa, cuyo enfoque realista obliga a elegir un criterio que responda abiertamente a las preferencias y condicionamientos que marcan la actuación del consejo directivo (13).

Si Baumol plantea inicialmente su modelo de crecimiento del volumen de ventas silenciando la discrecionalidad directiva - no es porque considere que ésta no existe, como si abdicase de su paradigma establecido para el análisis estático, sino porque con-

sidera como condición de partida del mismo, el régimen de competencia perfecta, con lo que a tenor de las premisas de este régimen, los beneficios anormales tenderían a desaparecer a largo -- plazo, por lo que no cabría en el estudio de un horizonte temporal ilimitado la inclusión explícita de una variable de preferencia - directiva, ya que la consecución de los beneficios máximos cons-- tituiría el primero y casi único imperativo de la supervivencia.

El autor pretende justificar la utilización del régimen de competencia perfecta como marco adecuado para su modelo, en -- razón a que al prever una vida ilimitada considera que el único - modo de defender un crecimiento sin tope y sin tener que admitir- el decrecimiento paulatino de la tasa de rentabilidad, es considerar la demanda perfectamente elástica, postura ésta que puede -- parecer excesivamente esquemática, a menos que se introduzcan ciertas puntualizaciones en lo que respecta a los fenómenos de la multiproducción, multimercado, innovación, diversificación, etc.

El modelo de maximización de beneficios de un horizonte temporal ilimitado que propone Baumol se apoya en los siguientes- supuestos: (14)

1º) Régimen de competencia perfecta

A lo largo de todo el horizonte temporal previsto, se- mantiene una fuerte competencia, tanto en lo que se refiere al - mercado de factores como el de productos. Esto significa que los precios de los factores y de los productos se mantienen constantes.

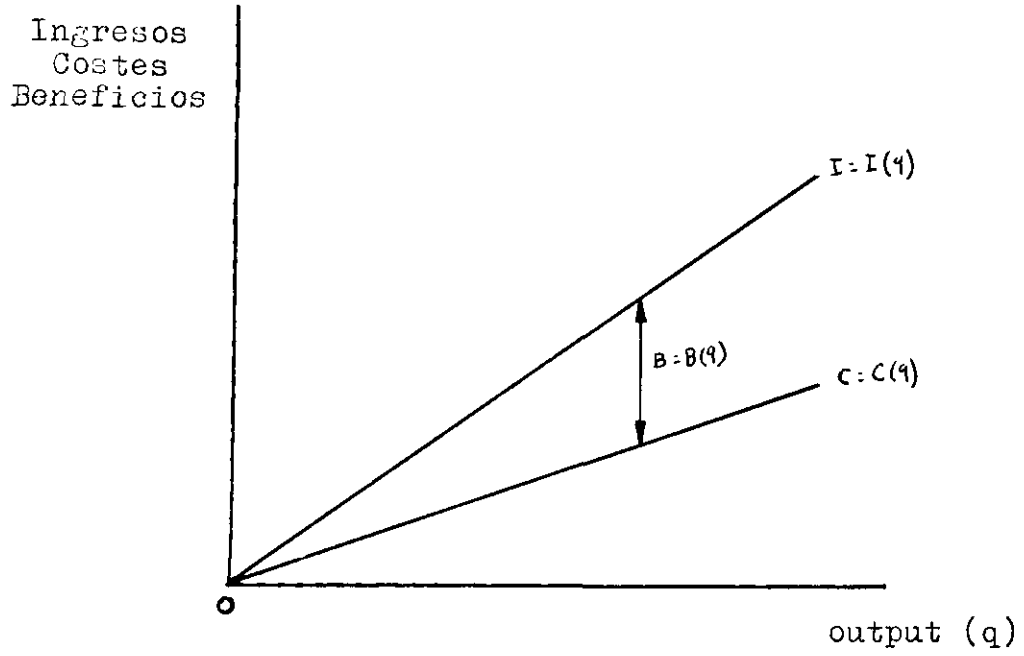
Se considera que la empresa no es en ningún momento tan importante como para que pueda detentar un poder de mercado real que le permita alterar los preciosde los factores o de los produc

tos. Con ello se evita el problema de que, al crecer ininterrumpidamente el output de la compañía, el precio de los bienes ofrecidos tendría que bajar al no existir demanda dispuesta a adquirir los mismos a los precios actuales, lo cual haría declinar la tasa de rentabilidad de los recursos, poniendo un freno a la política de expansión. Baumol considera que la demanda es perfectamente elástica a lo largo de todo el horizonte temporal, es decir, siempre hay demanda insatisfecha que querrá adquirir sus productos, sin necesidad de tener que bajar el precio. Así mismo, supone que la empresa no llega a adquirir un poder oligopolístico en el mercado de factores que le permita imponer unos precios de adquisición inferiores a los que actualmente están vigentes.

2º) Función de producción lineal y homogénea

Esto significa que no hay economías y deseconomías de escala a partir del output inicial y a lo largo de todo el proce

tales características no existirá un output de equilibrio: (17)



Como puede apreciarse, el supuesto de Baumol parece - adaptarse a la empresa de monoproducción. De todas las maneras, es altamente improbable que pudiera mantenerse indefinidamente- la tasa de rentabilidad tratándose de un sólo producto. Es sabido que la gran empresa comercia con múltiples productos y diversifica su gama contínuamente, con lo cual los supuestos de Baumol pueden admitirse, a condición de que las funciones del gráfico recojan los valores de los ingresos, costes y beneficios referidos al conjunto de productos existentes en los diferentes momentos (18).

3º) La tasa de crecimiento de las ventas es constante y se mantiene indefinidamente.

4º) La cifra de beneficios totales esperados (operating profits) crece a la tasa constante a determinar.

5º) La tasa de descuento aplicada a los diversos componentes de la serie de beneficios esperados es constante.

6º) La duración del horizonte temporal previsto se -- considera ilimitada.

7º) Se considera ambiente de certeza, es decir, existe un conocimiento perfecto de los beneficios esperados en los distintos periodos.

8º) Maneja cifras netas (deducidos impuestos) en la -- serie de beneficios previstos.

Suponiendo que los beneficios netos conocidos del último periodo estuviesen representados por B, los beneficios esperados correspondientes a cualquier período t serían $B(1+g)^t$ y el valor actual neto de toda la serie de beneficios esperados P equivaldría a:(19)

$$P = \sum_{t=o}^{\infty} B\left(\frac{1+g}{1+k}\right)^t = B\,\frac{1+k}{k-g}$$

expresión válida en el supuesto de que la tasa de crecimiento resultante fuera inferior a la tasa de descuento aplicada, para que la serie converja en un valor finito, pues de lo contrario, se llegaría a un valor infinito para la serie, es decir, se plantearía la paradoja de Petersburgo a partir de g = k, aspecto éste que ya ha sido extensamente comentado en otro lugar de este trabajo (20).

Como puede fácilmente apreciarse, el valor actual de la serie de beneficios previstos crece a medida que lo hace la tasa de crecimiento g, o sea, $\frac{\partial P}{\partial g} > 0$. El límite de la tasa de crecimiento viene señalado por el valor g=k, ya que el valor de la serie se hace infinito (21). Vista la estructura del modelo parece desprenderse que el deseo de maximizar el valor actual de los

beneficios previstos recomendaría aproximar la tasa de crecimiento al importe de la tasa de de cuento. (22)

Sin embargo, Baumol considera que existirán determinados factores que frenan las posiblidades temporales de expansión de las ventas, lo que da lugar a la existencia de una tasa de crecimiento óptima compatible con el criterio defendido de maximización de los beneficios del horizonte temporal ilimitado.

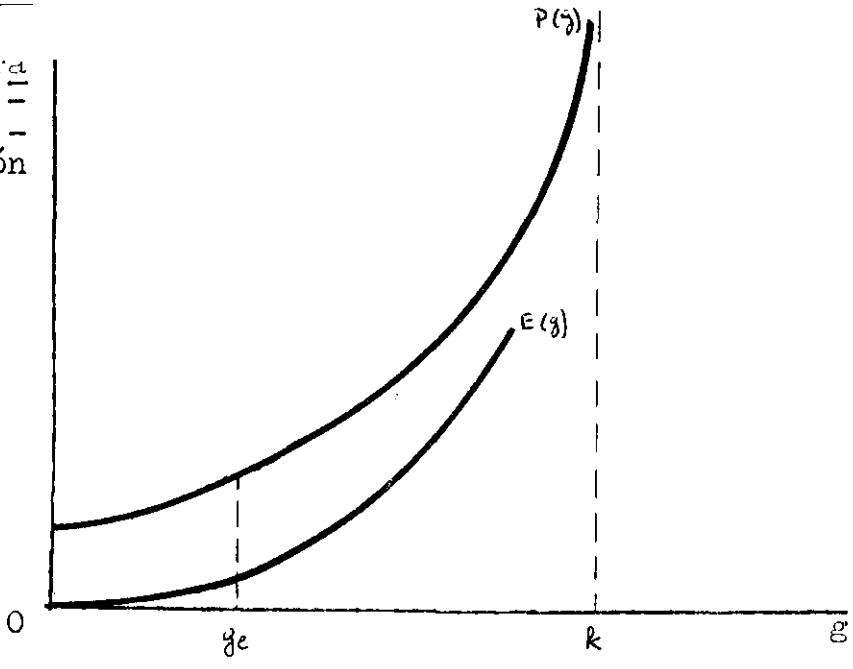
En este orden de cosas, Baumol considera la existencia de dos categorías de costes para la empresa en crecimiento: (23) 1º) costes ordinarios de producción, de distribución, etc.: los que se encuentran asociados con un determinado nivel del output y que vienen representados por la función $C = C(q)$ de la última figura; 2º) costes de expansión y de desarrollo: los que se derivan del proceso de expansión propiamente dicho (investigación, innovación, diversificación, marketing, personal directivo y ejecutivo, etc.).Cuando la empresa se limita a seguir el proceso de crecimiento del sistema económico, sus costes de expansión son inexistentes, mientras que si trata de forzar su ritmo de crecimiento debera incurrir en costes de expansión crecientes, lo que puede arrastrar una caída en la tasa de rentabilidad de los recursos, puesto que al acelerar la progresión será menester absorber recursos cada vez mayores para estimular la demanda de los productos o para diversificar la producción. Cuando se vislumbra un horizonte temporal dilatado, no hay duda que debe contarse con un tope máximo en cuanto a la tasa de expansión que pueda sostenerse, pues los costes de expansión acabarían por adquirir una magnitud tal que terminarían por agotar los beneficios totales (operating profits). Puede que, a corto plazo, existan oportunidades de inversión rentables sin cubrir, que recomienden apresu-

rar temporalmente el ritmo de crecimiento, aunque ello conlleva-se el aumento de los costes de expansión que podría compensarse-de sobra por los rendimientos crecientes obtenidos en la colocación de los productos, pero a largo plazo un ritmo desaforado de crecimiento acabaría por esquilmar los beneficios. En otras palabras, para que la expansión de los ingresos pueda continuar indefinidamente resulta imprescindible realizar determinados costes-de expansión.

En consecuencia, los beneficios reales declarados de una compañía en continuo crecimiento (actual reported profits) serán iguales a los beneficios operativos totales (operating profits) menos los costes dimanantes del proceso de expansión, es decir $B'_t = B_t - E_t$. (24) Por consiguiente, hay que detraer del valor actual de la serie de beneficios anteriormente calculados, el valor actual de la serie de costes de expansión previstos que será la auténtica función-objetivo a maximizar. Baumol no explicita la serie de costes de expansión previstos, limitándose a cifrar su valor actual que notaremos por E, considerando que este importe crecerá a medida que la tasa de expansión fuera mayor, es decir, considera una relación funcional creciente del tipo $E(g)$, es decir, $\frac{\partial E}{\partial g} > 0$, señalando que a partir de cierta tasa de expansión los incrementos de estos costes atraparán los beneficios marginales operativos derivados de un ritmo superior de crecimiento. (25) Esto hace que posiblemente exista una tasa de expansión óptima para todo el horizonte temporal compatible con el propósito de maximizar la serie de beneficios reales totales declarados.

Gráficamente, la propuesta de Baumol podría quedar plasmada en la siguiente figura: (26)

de ficios operativos y de los costes de expansión



La curva del valor actual de los beneficios netos operativos previstos tiene una asíntota para el valor de g=k, según dijimos anteriormente. La curva de costes de expansión se supone que crecerá a menor ritmo que la de costes de expansión para unas tasas de expansión de escasa consideración, para más adelante crecer a mayor velocidad hasta que llega un punto en el que el valor actual de los costes de expansión anularía por completo el valor actual de los beneficios operativos netos. La tasa de expansión-compatible con la maximización del valor actual de los beneficios declarados corresponde al punto g_e, para el cual las tangentes de las dos curvas son paralelas y, por tanto, la distancia entre ambas curvas es mayor (27).

Matemáticamente, el punto de equilibrio resulta:

Función-objetivo

$$\text{Máx.}\pi = P - E(g) = B\,\frac{1+k}{k-g} - E(g)$$

$$\frac{\partial \pi}{\partial g} = \frac{\partial P}{\partial g} - \frac{\partial E}{\partial g} = B\,\frac{1+k}{(k-g)^2} - E'(g) = 0$$

es decir,

$$B\frac{1+k}{(k-g)^2} = E'(g)$$

lo que indica que los beneficios operativos marginales deben ser iguales a los costes de expansión marginales. La tasa de expan-- sión que cumpla esta condición es la tasa óptima buscada.

La condición suficiente de máximo exige que:

$$\frac{\partial^2 \pi}{\partial g^2} = 2B \frac{1 + k}{(k-g)^3} - E''(g) < 0$$

y como los dos miembros son positivos es necesario que la pen-- diente de la curva de los costes de expansión marginales supere a la de los beneficios operativos marginales llegando a cortar- definitivamente a ésta para un cierto valor de $g < k$.

Baumol pone de manifiesto varias propiedades revela-- das por el análisis de estática comparativa o análisis de sensi- bilidad del modelo. Las propiedades principales que pueden ex-- traerse son las siguientes:

1º) El incremento de la tasa de descuento aplicada re duce la tasa de expansión de equilibrio.

En primer lugar, en lo que respecta al valor actual de la serie de beneficios previstos P, el aumento de la tasa de des cuento k, reduce el valor de dicha serie. En otras palabras, la- familia de curvas de la función $P'(g)$ que resulta dando diferen- tes valores a k, muestra una pendiente cada vez menor a medida - que el valor de k aumenta.

En términos matemáticos:

$$\frac{\partial P}{\partial k} < 0$$

$$\frac{\partial \left(\frac{\partial P}{\partial g}\right)}{\partial k} = B \frac{(k-g) - (1+k)}{(k-g)^2} = - B \frac{1 + g}{(k-g)^2} < 0$$

dado que se parte del supuesto $k > g$ (28)

Las curvas de beneficios operativos marginales $P'(g)$ que pueden constituirse para los diferentes valores de k, son inferiores para los distintos valores de g a medida que el valor de k considerado sea superior. En otras palabras, la subida de la tasa de descuento reduce los beneficios marginales -- operativos. Para demostrarlo basta con que:

$$\frac{\partial\left(\frac{\partial P}{\partial k}\right)}{\partial g} < 0$$

$$\frac{\partial\left(\frac{\partial P}{\partial k}\right)}{\partial g} = -B\ \frac{(k-g)^2 + 2(k-g)(1+g)}{(k-g)^4} < 0$$

dado que se parte del supuesto $k > g$.

Por consiguiente, Baumol llega a demostrar la propiedad antedicha. Así, calculando la diferencial total de la primera condición de equilibrio $\frac{\partial \pi}{\partial g}$, e igualando a cero tendremos: (29)

$$d\pi_g = P_{gk} d_k + \pi_{gg}\, dg = 0$$

en definitiva:

$$\frac{dg}{dk} = -\frac{P_{gk}}{\pi_{gg}} < 0$$

con lo que se demuestra que el crecimiento de la tasa de descuento reduce la tasa de expansión de equilibrio.

2ª) La concesión de subvenciones oficiales en forma directa o mediante bonificaciones o exenciones impositivas impulsa la tasa de expansión.

Esta es una conclusión obvia, ya que ello equivale a disponer de nuevos recursos que pueden destinarse a cubrir los mayores costes de expansión requeridos por una tasa de expansión mayor. La compañía gracias a los importes recibidos en concepto de subvenciones, puede financiar unos volúmenes de costes de expansión superiores que se corresponden con una tasa de crecimiento superior compatible con la finalidad de maximización de los beneficios totales declarados del horizonte calculado. Baumol demuestra en términos matemáticos esta propiedad, cuestión que apenas tiene interés para nuestros propósitos. (30)

Ahora bien, el modelo de Baumol que acabamos de condesar parte de un supuesto restrictivo demasiado rígido, cual es el que debe existir competencia pura, al objeto de que la hipótesis central de crecimiento indefinido con mantenimiento del margen de beneficios pueda ser viable. El autor parece estar excesivamente-

preocupado, por lo demás, por la empresa de producción única, supuesto éste que se aleja totalmente de la realidad de las grandes compañías de nuestros días. La innovación creadora señalada por Schumpeter, la multiproducción y el multimercado, la diversificación de las líneas de explotación, la formación de los conglomerados, etc. son todos ellos fenómenos característicos de la esfera de actuación de las grandes empresas que alejan la perspectiva simplista tanto de la producción única como de la competencia pura (31). Considerados todos esos rasgos como una constante de actuación de las firmas de gran tamaño, cabe perfectamente admitir, en el orden especulativo, la posibilidad de crecimiento indefinido sin erosionar el margen de beneficios operativos, con lo que sobrarían los supuestos restrictivos de la competencia perfecta y del producto único a los que Baumol parece, en principio, supeditar la validez de su modelo. Así, el modelo puede tener aplicación para la gran empresa cuasimonopolística, dotada de un alto grado de diversificación y que renueva constantemente su gama de productos. Es perfectamente posible que esta clase de compañías aumenten incesantemente su volumen de ventas, aunque cambie la composición de sus catálogos de productos, manteniendo sus tasas de rentabilidad en sus niveles tradicionales.

Baumol ha admitido, en el contexto del análisis estático, la prioridad del volumen de ventas sobre la cifra de beneficios, como primer motivo de preocupación de los gestores profesionales de las grandes compañías, según hemos tenido ocasión de comprobar con su hipótesis de maximización del volumen de ventas sometida a la consecución imprescriptible de un volumen de beneficios mínimos satisfactorios. Sin embargo, al cambiar el enfoque de su análisis, pasando a vislumbrar el equilibrio de un

horizonte temporal que se concreta en determinar la tasa de expansión óptima de las ventas compatible con la maximización de los beneficios de todo el intervalo considerado, parece que realiza una pequeña pirueta intelectual, alterando el paradigma sustentado dentro del análisis estático. Así, la tasa de expansión que trata de determinar se enmarca dentro de la hipótesis general de maximización del valor actual de la serie de beneficios previstos y no dentro de la hipótesis de maximización del valor actual de la serie de ventas esperadas que es lo que parece ser indicado para conservar la congruencia con relación al planteamiento estático.

Baumol justifica este aparente viraje introducido al cambiar la perspectiva de su análisis, dentro del sector de las grandes empresas, demostrando que la ruptura de criterio es sólo un espejismo y que la preferencia por las ventas sigue teniendo validez en el análisis del crecimiento. Aduce para ello los dos motivos que siguen: (32)

1º) La maximización de la tasa temporal de expansión del volumen de ventas parece estar más acorde con las aspiraciones de los dirigentes que la maximización del nivel absoluto de ventas de cada período (33).

2º) La naturaleza de la restricción del beneficio mínimo establecido que, en el modelo estático, parecía que su cálculo era arbitrario constituyendo una variable exógena del modelo, mientras que en el modelo de crecimiento esta magnitud debe venir explicada dentro de él, debiendo constituir una variable endógena del mismo.

Por consiguiente, existe armonía en cuanto al tratamien

to de ambos modelos, pues lo que viene a decir con ello es que - los beneficios netos correspondientes al punto de partida B' serán los beneficios mínimos satisfactorios del modelo estático, - con lo que los correspondientes a la serie de beneficios previstos declarados, deberán ser también beneficios satisfactorios, - concordantes con los niveles de operaciones de los diferentes períodos, por lo que es preciso que la tasa de expansión de equilibrio g_e del modelo tenga que determinarse bajo la condición subyacente, no explícita, de mantenimiento de la restricción de beneficios mínimos a lo largo de todo el intervalo considerado, teniendo en cuenta que la magnitud absoluta de la cifra evolucionará al compás de la expansión del volumen de ventas, dentro naturalmente de la limitación impuesta por el incremento acelerado - de los costes inherentes al proceso de expansión. Así, pues, la maximización del valor actual de la serie de beneficios declarados, trata de detectar la tasa de expansión óptima que va a permitir, dentro de los supuestos considerados, que los distintos - B'_t de los diferentes períodos sean también satisfactorios, no -- máximos en términos neoclásicos, mientras que la propensión directiva hacia el volumen de ventas se mantendría como una constante del comportamiento a lo largo de todo el horizonte temporal.

Esto por lo que atañe al sector oligopolístico de grandes empresas de base directiva, en el que vemos que el modelo de Baumol puede ser aplicado sin necesidad de tener que suponer un - régimen de competencia pura, pues la diversificación y la innovación suplen perfectamente este supuesto, al permitir mantener el crecimiento de las ventas sin necesidad de tener que bajar la tasa de rentabilidad. El hecho de que se utilice el criterio de -- maximización del valor actual de la serie de beneficios previstos no implica que el modelo tenga que encajar dentro de los que pos-

tulan la maximización de la utilidad de los capitalistas-propietarios, sino que el factor determinante radicará en la clase de beneficios que se consideran formando la serie, si son máximos - aislados en sentido neoclásico o son niveles mínimos satisfactorios al estilo del modelo estático de Baumol. El malentendido a que conduce la versión del crecimiento de este autor reside, a - nuestro juicio, en que parte del supuesto de competencia pura, - con lo cual difícilmente podrían convalidarse los dos modelos, - ya que la maximización de los beneficios de cada uno de los términos de la serie llegaría a ser un imperativo ineludible en este régimen competitivo. Sin embargo, al centrar nuestro estudio en -- las grandes empresas, el modelo de crecimiento de Baumol debería quedar encajado más bien dentro de la gama de modelos de base gerencial, previa superación del supuesto de competencia perfecta. Pero se interprete dentro de la gama de modelosde base capitalista-propietaria o de base gerencial, lo que hay que tener presente es que, en el contexto dinámico, la cifra de beneficios de cada - período, máximos o satisfactorios, no tiene porqué ser referida expresamente, por ser una variable endógena del mismo.

Quizás las propias palabras de Baumol aclaren mejor -- que las nuestras la conciliación entre las dos perspectivas de - sus modelos aludidos y, en definitiva, el fondo último que encierra el modelo de crecimiento que estamos describiendo. Escribe el autor: "Desde el punto de vista de la compañía que pretende maximizar su crecimiento a largo plazo (ventas), el beneficio deja de ser una restricción. Más bien, es una variable instrumental - un medio con el que la dirección cuenta para realizar sus metas. Concretamente, los beneficios son un medio de obtener capitales para financiar sus planes de expansión. Los capitales se obtienen tan-

to de beneficios retenidos como de los pagos de dividendos que - inducen a los ahorradores a suministrar recursos a la empresa. Sin embargo, a partir de cierto nivel, los beneficios entran en competencia con el volumen de ventas". (34) Esto viene a confirmar que, dentro del contexto del crecimiento, la transacción entre beneficios y ventas que Baumol explicitó para el modelo estático sigue surtiendo efecto, como no podía por menos que ser así. En cada momento, los beneficios declarados previstos deben ser suficientes para atender el pago de dividendos necesarios para estimular la - adquisición de las nuevas acciones emitidas por la firma y para - retener beneficios, de tal manera que la suma de ambos debe co-- rresponderse con las necesidades de recursos financieros de sus-- planes de expansión al ritmo óptimo que resulte compatible con -- las cifras de beneficios declarados previstos, excepción hecha de los recursos permanentes ajenos que deben completar la masa de capitales disponibles para la expansión, pero cuya influencia es -- indirecta, ya que está implícito el supuesto del mantenimiento -- constante del coeficiente de endeudamiento.

En consecuencia, los beneficios declarados netos que - deben corresponder a cualquier período del horizonte temporal sobre el que se proyecta el plan de expansión B_t, deben ser suficientes para pagar dividendos (por importe de d_t) que sean capaces de inducir la compra de nuevas acciones (por valor de x_t) y además dejar como resto beneficios retenidos (equivalentes a a_t). Por otro lado, si se supone que la relación de endeudamiento inicial se -- mantiene intacta a lo largo de la vida de la empresa $\frac{L}{K}$, ello - significa que frente a un incremento de los recursos propios del- período equivalente a $(x_t + a_t)$, la compañía contraerá nuevos créditos por importe de $(x_t + a_t)\frac{L}{K}$, suponiéndose además que el coste unitario de las cargas financieras no varía. Así, pues, la su-

ma total de los recursos propios y de los recursos ajenos añadidos debe corresponderse con el importe de los capitales necesarios para financiar la tasa de crecimiento de las ventas previstas para los diferentes períodos, que será la tasa óptima g_e que deberá determinar precisamente el modelo para el crecimiento de los ingresos.

He aquí que puede aparecer un segundo factor que puede restringir la tasa de crecimiento prevista, porque no basta conque existan oportunidades rentables de inversión, en condiciones de rentabilidad semejante a la que venía obteniéndose, sino que además es necesario contar con los recursos financieros pertinentes para poder llevar a cabo los planes que el mercado augura. Surge un verdadero dilema, ya que si se pretenden obtener beneficios muy elevados, ello permitira financiar una superior tasa de crecimiento, pues los beneficios retenidos pueden ser mayores, los dividendos también pueden serlo y como consecuencia de ello, la colocación de acciones es más fácil y, en definitiva, puede aumentar también la contratación de nuevos créditos, pero al mismo tiempo las posibilidades de crecimiento de las ventas a precios superiores es mas difícil. Por contra, si los beneficios perseguidos son más modestos, será más fácil incrementar el volumen de ventas, pero paralelamente los recursos financieros disponibles para una mayor tasa de expansión posible son menores, lo que hará restringir las posiolidades de crecimiento reales. Se entra, por tanto, en un problema de circularidad típico que es preciso resolver equilibrando beneficios, recursos financieros y tasa de crecimiento. Baumol opina que la corriente de beneficios declarados óptima debe ser una cifra intermedia, consistente con la mayor tasa de expansión de las ventas a lo largo de todo el

período temporal considerado (35). La conclusión inmediata de ello es que la limitación de recursos financieros puede condicionar la tasa de expansión, aparte de la restricción dimantante de la estructura creciente de los costes de expansión.

Baumol trata de determinar la tasa de crecimiento máximo de las ventas con carácter indefinido, compatible con las restricciones de capitales disponibles para financiar el proceso expansivo, a partir de la tasa de beneficios declarados que se obtiene o se desea obtener. Para ello elabora el siguiente modelo-. (36):

g = tasa de expansión de las ventas

i = tasa de capitales permanentes añadidos en cada período (o inversiones periódicas) que equivaldrán a la tasa de crecimiento de los capitales propios más la tasa correspondiente a la-deuda contraída (37).

K = recursos propios totales

L = recursos ajenos permanentes totales

r'= la tasa neta de beneficios declarados sobre los recursos propios.

d = la tasa de dividendos sobre los recursos propios

e = la tasa de beneficios retenidos sobre los recursos propios.

l = crecimiento de los recursos ajenos permanentes, representados por una tasa calculada sobre los recursos propios.

Función-objetivo:

$$\text{Máx.} \quad g = f(i, r')$$

Restricciones

$$i = \phi(r', d) + e + l \qquad [1]$$

$$r' = d + e \qquad [2]$$

$$l = \frac{L}{K}\left[\phi(r', d) + e\right] \qquad [3]$$

La función-objetivo señala que la tasa de crecimiento del output depende de los recursos permanentes que se acumulan y de la tasa neta de beneficios declarados de los recursos propios. Viene a - indicar lo que acabamos de decir que entre la tasa de beneficios y la tasa de crecimiento del output existe una pugna evidente. - Es claro que el aumento de los recursos financieros hará variar - positivamente la tasa de expansión, pero también es evidente que el aumento de la tasa de beneficios, a partir de un determinado - nivel crítico hará mas difícil el incremento de las ventas, es - decir, la tasa de incremento de las mismas será inferior.

En lo que respecta a las restricciones, la [1] indica - que los recursos permanentes añadidos equivalen precisamente a la suma de los tres conceptos señalados: emisión de acciones, bene-- ficios retenidos y aumento de la deuda a largo plazo. La emisión de acciones dependerá, en general, del atractivo que merezca a - los inversores la tasa de rentabilidad que obtiene la compañía y del porcentaje de dividendos que acostumbra a declarar; Baumol - señala que podría no tenerse en cuenta el atractivo de los dividendos y, en cambio, podrían incorporarse otras variables como - el ritmo de incremento esperado de la tasa de beneficios declarados, la propia tasa de expansión del output, etc. La [2] está lo suficientemente clara, mientras que la [3] indica el equivalente de la tasa de crecimiento de la deuda, representada como una -- fracción de los recursos propios.

Como puede apreciarse, la resolución del modelo podría determinar el valor de la tasa óptima de beneficios declarados,- por lo que constituye una variable endógena del mismo a diferencia del modelo estático, en el que la tasa de beneficios mínimos satisfactorios era un dato exógeno que se imponía al modelo. En-

el contexto del crecimiento la tasa de beneficios influye en la tasa de crecimiento que resulta como solución del mismo y a la vez es influída por ésta. Por lo tanto, con independencia de que existan o no oportunidades de inversión, el ritmo de crecimiento viene condicionado a la disponibilidad temporal de los recursos necesarios para financiar el proceso de crecimiento planeado, -- bien entendido además que esta inferencia debe quedar enmarcada en el hecho, destacado al inicio de la descripción de este modelo, de que aún en el supuesto de disponer de recursos financieros ilimitados, una dirección medianamente razonable no podría crecer sin tino, pues la aparición de costes de expansión que aumentan más que proporcionalmente a medida que lo hace el volumen de ventas acabaría por aniquilar los beneficios, con lo cual se impone la determinación de una tasa óptima de expansión que resultase compatible con la maximización del valor actual de la serie de beneficios declarados previstos.

Sin embargo, esto no quiere decir que la determinación de la tasa de expansión se haga a partir de unos componentes de la serie de beneficios que tomados uno a uno, aisladamente, representasen ganancias máximas, según las soluciones neoclásicas. Baumol mantiene que la preferencia directiva por las ventas a -- costa de sacrificar parte de los beneficios teóricamente alcanzables, sigue teniendo validez dentro del analisis a largo plazo de la evolucion del negocio. Esto significa que los teoremas anunciados por el modelo estático pueden ser trasladados al contexto del crecimiento. Por consiguiente, sostiene que el volumen de ventas de los distintos períodos de la gran compañía será superior al de la empresa que se encuentra constreñidaa prestar más atención al volumen de beneficios, su tasa de crecimiento de los ingresos será también superior, sus presupuestos publicitarios -

serán mayores, su reacción ante la elevación experimentada por - las cargas de estructura consistirá en repercutir las mismas en- los precios aunque ello acarree el recorte del output, etc. En - resumidas cuentas, rechaza la asimilación de conductas ante el crecimiento de la empresa dominada por los capitalistas-propietarios de aquella otra en la que predomina netamente el influjo de los - dirigentes profesionales. Esta última propenderá a la expansión - con mayor voluntad; sólo las limitaciones financieras y de mercado obligan a refrenar las apetencias expansivas de los dirigentes en cuanto al ritmo de expansión.

10.2.3. Un modelo alternativo de crecimiento para un - horizonte temporal finito.

Partiendo del modelo de crecimiento de Baumol, podemos desarrollar las relaciones que siguen:

Serie de recursos permanentes disponibles

$$R_0 \qquad R_1 \qquad R_2 \quad \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots \quad R_n$$

$$(K_0 + L_0) \quad (K_1 + L_1) \quad (K_2 + L_2) \ldots\ldots\ldots\ldots\ldots\ldots (K_n + L_n)$$

y siendo K_0 la suma de la cifra de capital social X_0 (importe obtenido por la colocación de acciones a la par) más las reservas - acumuladas o beneficios retenidos A_0.(38)

$$(X_0 + A_0 + L_0) \; (X_1 + A_1 + L_1) \; (X_2 + A_2 + L_2) \; \ldots\ldots\ldots (X_n + A_n + L_n)$$

Lo primero que habrá que determinar es la suma de recursos financieros permanentes disponibles en cada momento, ya que - el volumen de éstos se supone condiciona, en primer término, la - tasa de expansión.

Para su determinación será menester introducir determinados supuestos:

1º) Los recursos totales disponibles en cada período R_t son función, dados unos niveles iniciales de X_o, A_o y L_o, - de la tasa de rentabilidad neta declarada, de la política de - retención de beneficios y de dividendos, de la política de ampliaciones de capital (que depende la tasa de rentabilidad neta declarada y de la tasa de dividendos) y de la ampliación de la deuda a largo plazo.

2º) Inicialmente hay unos beneficios netos declarados B_o' tal que $r' = \frac{B'_o}{K_o}$, siendo r' la tasa de rentalibilidad neta declarada de los recursos propios. Supondremos que se desea mantener r' constante a lo largo del proceso de crecimiento previsto. (39)

3º) Se desea dedicar al pago de dividendos una tasa d- constante del importe de la cifra de capital social existente en cada periodo X_t. La diferencia entre el total de beneficios neto declarados de cada período y el pago de dividendos constituirá - los beneficios retenidos que se incorporan a las reservas, es decir: $a_{t+1} = r'k_t - dX_t$.

4º) Para la tasa de rentabilidad que se desea obtener r' y para la tasa de dividendos d que se desea pagar, se puede- ampliar el capital social en cada periodo a una tasa constante- δ'.

5º) Se desea que la captación de recursos financieros permanentes para el proceso de crecimiento conserve una proporción fija entre las diferentes procedencias. Así, por ejemplo,- se desea que la cuantía de los recursos derivados de las ampliaciones de capital en cada periodo x_t conserve permanentemente - una determinada proporción con respecto a los beneficios reteni

dos a_t, es decir; $\alpha = \frac{x_t}{a_t}$. Asimismo, se desea mantener constante la proporción entre recursos ajenos permanentes captados en cada período l_t con respecto a los recursos propios añadidos, es decir; $\beta = \frac{l_t}{x_t + a_t}$ (40).

6º) La situación inicial está en equilibrio con respecto a la estructura financiera que se desea mantener a lo largo del proceso de crecimiento, es decir:

$$\alpha = \frac{X_o}{A_o} \quad y \quad \beta = \frac{Lo}{X_o + A_o}$$

7º) El coste unitario de los recursos financieros ajenos permanece constante.

8º) No se tienen en cuenta impuestos, gastos de transacción etc.

9º) No existen demoras o "lags" en cuanto a la disposición de los recursos financieros y su puesta en explotación, es decir, crecimiento financiero, crecimiento de la capacidad y crecimiento de la actividad concurren simultáneamente (41).

Teniendo en cuenta estos supuestos pueden plantearse las siguientes cadenas de relaciones:

Serie de beneficios netos declarados previstos

$r'K_o = dX_o + a_1$

$r'K_1 = dX_1 + a_2$

$r'K_2 = dX_2 + a_3$

$r'K_{n-1} = dX_{n-1} + a_n$

$r'K_n = dX_n + a_{n+1}$

Serie de las cifras de capital social

$X_o = X_o$

$X_1 = X_o + x_1 = X_o(1+g')$

$X_2 = X_1 + x_2 = X_1(1+g') = X_o(1+g')^2$

--- ----- ----- -----

--- ----- ----- -----

$X_{n-1} = X_{n-2} + x_{n-1} = X_{n-2}(1+g') = X_o(1+g')^{n-1}$

$X_n = X_{n-1} + x_n = X_{n-1}(1+g') = X_o(1+g')^n$

Como se ve, el capital social aumenta a la tasa exponencial g'. Ahora bien, el valor de g'no puede elegirse arbitrariamente, dado que su magnitud debe guardar la correlación establecida en - relación con la cifra de beneficios retenidos y ésta, a su vez, se toma como cuota residual de los beneficios netos declarados- menos el dividendo que se pretende distribuir. Por consiguiente, teniendo en cuenta que:

$r'K_o = dX_o + a_1$ y que $\alpha = \frac{x_1}{a_1} = \frac{g'X_o}{a_1}$, $a_1 = \frac{g'X_o}{\alpha}$

con lo que:

$g' = \frac{(r'K_o - dX_o)\alpha}{X_o}$, o bien por suponer que la situación de partida señala que $\alpha = \frac{X_o}{A_o}$:

$g' = \frac{(r'K_o - dX_o)}{A_o}$

Surge aquí el primer inconveniente del problema y es la relación funcional que existirá entre g', r' y d. Supondremos que r' es prácticamente una variable exógena que impone el medio am-- biente a los consejos directivos de las grandes compañías. De hecho, las tasas de rentabilidad de estas sociedades tiende a establecerse en torno a un nivel modal sin grandes desviaciones

entre unas compañías y otras del mismo rango. Por otro lado, la política de fijación de precios habitual, que hemos descrito - en el capítulo anterior, tiende a prefijar de antemano la tasa de rentabilidad a conseguir. Asimismo, la proporción entre recursos financieros procedentes de ampliaciones de capital con respecto a la cifra de beneficios retenidos suele ser una magnitud bastante estable dentro del sector de las compañías de - primera fila. Harris, en un estudio empírico realizado, sobre- 335 grandes empresas norteamericanas revela que existe una tendencia muy acentuada a financiar la expansión en una proporción equivalente a cuatro unidades monetarias de beneficios retenidos por cada unidad monetaria obtenida a través de la emisión de nuevas acciones (42). De ser cierto esto, el importe del dividendo a declarar sería una variable residual que debería guardar congruencia con g', gracias al aprendizaje alcanzado por la organización a través del tiempo. De mantener una opinión contraria,- tal como que efectivamente existe una relación creciente entre- el importe del dividendo y la cantidad que puede obtenerse a -- través de la emisión de acciones, en ese caso, la variable residual sería a_1 y, en definitiva, la proporción entre $\frac{x_1}{a_1}$ no sería un dato prefijado, sino que su importe dependería de la relación dividendos-ampliación elegida, para la tasa de rentabilidad deseada r'. Hay que hacer notar, sin embargo, que la conducta de las grandes empresas, por lo general, tiende a estabilizar los valores de r' y $\frac{x_t}{a_t}$, por lo que la tasa de expansión financiera es la verdadera variable dependiente. La gran empresa- preferirá llevar un ritmo acompasado de crecimiento, dentro de- la directriz de estabilidad deseada, por lo que refrenará si llega el caso sus posibilidades de crecimiento en aras a conservar un ritmo de expansión lo más parejo posible a lo largo de los diversos períodos.

Serie de las reservas acumuladas.

$$A_o = A_o = \frac{X_o}{\alpha}$$

$$A_1 = A_o + a_1 = \frac{X_o}{\alpha} + \frac{g'X_o}{\alpha} = \frac{X_o}{\alpha}(1+g')$$

$$A_2 = A_1 + a_2 = \frac{X_o}{\alpha}(1+g') + \frac{X_o}{\alpha}(1+g')g' = \frac{X_o}{\alpha}(1+g')^2$$

$$A_3 = A_2 + a_3 = \frac{X_o}{\alpha}(1+g')^2 + \frac{X}{\alpha}(1+g)^2 g = \frac{X_o}{\alpha}(1+g')^3$$

$$A_{n-1} = A_{n-2} + a_{n-1} = \frac{X_o}{\alpha}(1+g')^{n-1}$$

$$An = A_{n-1} + a_n = \frac{X_o}{\alpha}(1+g')^{n-1}$$

como puede comprobarse, la autofinanciación crece a la misma tasa de crecimiento del capital social.

Serie de los recursos propios.

$$K_o = X_o + A_o$$

$$K_1 = X_1 + A_1 = X_o(1+g') + \frac{X_o}{\alpha}(1+g') = \frac{X_o(1+g')(1+\alpha)}{\alpha} = K_o(1+g')$$

$$K_2 = X_2 + A_2 = X_o(1+g')^2 + \frac{X_o}{\alpha}(1+g')^2 = \frac{X_o(1+g')^2(1+\alpha)}{\alpha} = K_o(1+g')^2$$

$$K_{n-1} = X_{n-1} + A_{n-1} = K_o(1+g')^{n-1}$$

$$K_n = X_n + A_n = K_o(1+g')^n$$

y como la relación de endeudamiento permanece constante, de aquí que los recursos ajenos permanentes crezcan a la misma tasa que los recursos propios:

$L_o = L_o$; $L_1 = L_o(1+g')$; $L_2 = L_o(1+g')^2$; --------; $L_{n-1} = L_o(1+g')^{n-1}$; $L_n = L_o(1+g')^n$

y en definitiva, los recursos permanentes totales también crece

rán a la misma tasa:

$R_o = R_o$; $R_1 = R_o(1+g')$; $R_2 = R_o(1+g')^2$ ---------- $R_{n-1} = R_o(1+g')^{n-1}$;

$R_n = R_o(1+g')^n$.

Si los márgenes de beneficios netos operativos se mantuvieran a lo largo de todo el proceso de crecimiento, sin que hubiese necesidad de incurrir en costes de expansión de ninguna especie, la tasa de expansión de los mismos sería g', calculada según la fórmula precedente. Por razones obvias, la tasa de expansión de las ventas vendría señalada al mismo nivel g' e igualmente la relación entre los recursos permanentes totales y las ventas se mantendría indefinidamente. Naturalmente, sería preciso conjugar la vertiente financiera y la vertiente comercial o inversora, ajustando el ritmo de expansión posible de las dos esferas. Caso de no existir ajuste entre ambas, podría producirse exceso de capacidad financiera, o bien posibilidades de inversión que no podrían cubrirse por falta de recursos disponibles.

Pues bien, el comportamiento del consejo directivo de las grandes compañías ante una disyuntiva de esta naturaleza, por lo general, no tendrá demasiado inconveniente en admitir los recursos financieros que pueda proporcionarle el mercado financiero, aunque la cartera de pedidos de sus productos no corra pareja en el tiempo con las disponibilidades de capitales.

Como es natural, la admisión de recursos financieros por encima de las posibilidades de expansión de sus líneas de explotación por unidad de tiempo sólo puede hacerse a condición de buscar una aplicación rentable para los mismos al margen de los negocios en los que se actúa habitualmente. Dejar los recursos ociosos o forzar el ritmo de las ventas reduciendo los precios de los productos no serían fórmulas válidas porque reduci-

rían la tasa de rentabilidad de los capitales propios, con lo - que se quebrarían las bases de la expansión que se proyecta. La diversificación agresiva de productos y de mercados y, de un modo especial, el crecimiento externo por absorción de otras compañías competidoras o de objeto social diferente serán las soluciones idóneas para el empleo de los recursos financieros en exceso. (43)

En la actualidad, la búsqueda y selección de empresas en funcionamiento para adquirir constituye una de las actividades claves de los servicios de inversiones de las grandes compañías. La estrategia de constitución de conglomerados representa una muestra del comportamiento eminentemente financiero característico de las empresas mas dinámicas de grandes dimensiones. - El consejo directivo va decantando su área de actividad hacia - la búsqueda de recursos financieros en los mercados de capitales, en condiciones tales que la proporción entre la procedencia de los recursos mantenga una determinada proporción satisfactoria y a partir de los recursos disponibles para el crecimiento, en los distintos momentos del tiempo, asigna los mismos entre las diferentes unidades operativas estableciendo unos objetivos de rentabilidad tipo, suficientes para retroalimentar continuamente el proceso expansivo (44). Una de las unidades operativas que suele recibir una asignación considerable de recursos es la que tiene por misión la búsqueda de oportunidades de inversión, captando empresas en funcionamiento que supondrán, entre otras cosas, un desahogo para los recursos financieros que incesantemente afluyen a esta clase de compañías. El determinismo con que afluyen los recursos financieros obliga a buscar la- inversión rentable de los recursos. Este empieza por los benefi

cios retenidos después del pago de dividendos satisfactorios, - prosigue por las exigencias del mercado financiero de ofrecer - ampliaciones de capital, máxime cuando existe derecho preferente de suscripción, porque ello suele representar un pago complementario a los tenedores de las acciones, que realizan, no los dirigentes, sino los inversores entre sí, y concluye con la conveniencia de acrecentar paralelamente el importe de la deuda con- el fin de ampliar la rentabilidad, manteniéndola a los niveles- precedentes.

En la gran empresa moderna, puede decirse que los recursos financieros actúan a modo de variable independiente, mientras que la inversión actúa como variable dependiente: las inversiones se acomodan a los recursos disponibles y no al contrario, en términos generales. El ideal de los dirigentes de las - grandes empresas es alcanzar la acumulación permanente de recursos financieros. Así, si para la tasa de dividendos declarados consiguen una política de ampliaciones g' tal que g' > d el - privilegio de acumulación llega a su cima ideal. La clave final del éxito radicará en el empleo a la tasa r' de los recursos - disponibles, pues de otra manera el ciclo de acumulación tendería a degradarse. Por consiguiente, la diversificación interna- y externa constituye un rasgo obligado de todas las grandes compañías industriales que paso a paso van adquiriendo los rasgos- de un auténtico conglomerado financiero.

Entendemos que la situación contraria, es decir, la - existencia de posibilidades de inversión en exceso sobre los recursos financieros disponibles para la política de crecimiento - financiero estable trazada, apenas estimulará al consejo directivo para cambiar de conducta. La supervivencia sin excesivas -

convulsiones constituye un fuerte atractivo para los dirigentes quienes preferirán adoptar una política de crecimiento estable- a otra que imponga grandes altibajos a lo largo del tiempo. Por lo general, resulta preferible no agotar las posibilidades futuras de expansión, sino crecer de forma acompasada teniendo siempre una cartera de oportunidades de inversión suficientemente - estudiadas que garantice la colocación de los recursos financieros que paulatinamente vayan canalizándose hacia el negocio. Dejar un margen de reserva en lo relativo al capítulo de inversiones a realizar es más acertado que aprovechar al máximo las coyunturas de cada momento. El crecimiento desajustado produce indigestión, mientras que la evolución pausada permite un aprovechamiento más cabal de los recursos disponibles.

Ahora bien, como expondremos a continuación, la política de crecimiento concebida desde la esfera financiera hacia- la esfera inversora puede tropezar con un inconveniente importante, cual es la aparición de costes de expansión crecientes que- podrán absorber una porción de los recursos financieros añadidos existiendo con ello el riesgo de que el drenaje de fondos vaya - socavando las bases del proceso expansivo, uno de cuyos pilares esenciales es la obtención de una tasa de rentabilidad estable- para los recursos propios invertidos. Existe evidentemente el - riesgo de degradación o entropia del ciclo de expansión (45),

La posibilidad de que puedan existir costes de expansión crecientes, vinculados expresamente al ritmo de crecimiento previsto por la capacidad de obtención de recursos financieros, obliga a replantearse el funcionamiento del modelo descrito, dando paso al cálculo de la tasa de expansión de los beneficios operativos compatible con la tasa g' de expansión de los recursos-

financieros. En otras palabras, se plantea la posibilidad de que la tasa de expansión de los beneficios netos operativos g_e y, por consiguiente, de los ingresos no coincida con la tasa de expansión de los recursos financieros por culpa de la existencia de costes de expansión más que proporcionales, en línea con lo señalado por Baumol, dado que estamos suponiendo el mantenimiento del margen de los beneficios netos operativos.

Podrían plantearse las siguientes cadenas de relaciones:

Ventas	V_o	V_1	V_2	----------	V_n
Costes ordinarios	C_o	C_1	C_2	----------	C_n
Beneficios netos operativos	B_o	B_1	B_2	----------	B_n
Costes de Expansión	E_o	E_1	E_2	----------	E_n
Beneficios netos declarados	$B'_o=r'K_o$	$B'_1=r'K_1$	$B'_2=r'K_2$	---------	$B'_n=r'K_n$

Supongamos que la tasa de crecimiento de las ventas de cada período equivale a (g_{e_1}, g_{e_2},-------g_{e_n}). Esta misma tasa será de igual aplicación a los costes ordinarios y a los beneficios netos ordinarios.

Supongamos que para cada g_e hay asociada una tasa de incremento de los costes de expansión g^*, de tal manera que cuanto mayor sea el g_{e_t} correspondiente, tanto mayor había de ser la tasa g^*_t y que a partir de ciertos niveles de g_e tendrá que ser $g^* > g_e$.

Teniendo en cuenta las relaciones expuestas hasta ahora y los nuevos supuestos introducidos, el modelo adquiriría el siguiente carácter:

$B_o - E_o = r'K_o$; $B_o = r'K_o + E_o$; $B_o = r'K_o + E_o$

$B_1 - E_1 = r'K_1$; $B_1 = r'K_o(1+g') + E_1$; $B_o(1+g_{e_1}) = r'K_o(1+g') + E_o(1+g_1^*)$

$B_2 - E_2 = r'K_2$; $B_2 = r'K_o(1+g')^2 + E_2$; $B_o(1+g_{e_1})(1+g_{e_2}) = r'K_o(1+g')^2 +$

$+ E_o(1+g_1^*)(1+g_2^*)$

---- --------; ---------- ; ---------- --------

---- --------; ----------; ---------- --------

$B_{n-1} - E_{n-1} = r'K_n - 1$; $B_{n-1} = r'K_o(1+g')^{n-1} + E_{n-1}$; $B_o(1+g_{e_1})(1+g_{e_2})$---

$(1+g_{e_{n-1}}) = r'K_o(1+g')^{n-1} + E_o(1+g_1^*)$

$(1+g_2^*)$ ------$(1+g_{n-1}^*)$

$B_n - E_n = r'K_n$; $B_n = r'K_o(1+g')^n + E_n$; $B_o(1+g_{e_1})(1+g_{e_2})$ -----$(1+g_{e_n}) =$

$r'K_o(1+g')^n + E_o(1+g_1^*)(1+g_2^*)$ ----

$(1+g_n^*)$

Si examinamos la relación correspondiente al primer período, vemos que para que aumenten los beneficios netos declarados al ritmo g'(suponiendo que es menester elevar los costes de expansión) también tendrán que incrementarse los beneficios netos operativos en la tasa g_{e_1}. La relación entre g' y g_{e_1} hay que vincularla a la relación funcional creciente entre g_{e_1} y g_1^*. Teniendo en cuenta este hecho, existirá posiblemente una tasa de crecimiento de los ingresos, de los costes ordinarios y de los beneficios operativos $\hat{g}_e$ que correspondiéndose con una tasa de crecimiento de los costes de expansión $\hat{g}^*$ dé por resultado los beneficios netos declarados requeridos por los recursos financieros que se proyecta añadir.

Supongamos que para incrementar los beneficios netos operativos en igual proporción que los beneficios netos declarados la tasa incremental de los costes de expansión fuera inferior, es decir que: (46)

$$B_0(1+g') - E_0(1+\hat{g}^*) > r'K_0(1+g')$$

En ese caso, la tasa incremental de los beneficios netos operativos sería superior a la de los beneficios netos declarados hasta que la $\hat{g}^*$ correspondiente a la tasa de expansión de los beneficios operativos g_{e_1} equilibrase la anterior relación. En consecuencia: $g_{e_1} > g'$. Otra alternativa posible sería reconocer una tasa de rentabilidad superior evidentemente.

Por contra, si suponemos que la tasa incremental de los costes de expansión correspondientes a g' fuera superior, es decir que:

$$B_0(1+g') - E_0(1+\hat{g}^*) < r'K_0(1+g')$$

en ese caso, podría pensarse en reducir g_{e_1} para que arrastrando una mayor región de $\hat{g}^*$, pudiese equilibrar la relación, lo que conduciría en definitiva a $g_{e_1} < g'$. Ahora bien, el margen de libertad para que esto pueda ocurrir sería limitado, toda vez que los beneficios netos operativos deben crecer en una tasa mímina debido a las exigencias derivadas del incremento de los recursos propios, con lo que puede no existir una tasa g^* que haga compatible esta solución, pues si el descenso de g^* exige un descenso desmesurado de g_e el resultado podría ser incompatible con la cifra de beneficios netos declarados necesaria. De ser así, no quedaría más alternativa que reconocer una tasa de rentabilidad decreciente para la tasa de crecimiento de los recursos financieros que se programa.

Cuando se encadenan situaciones del primer tipo, cada vez sería más difícil sostener el ritmo de crecimiento en condiciones de rentabilidad sostenida, máxime si se tiene en cuenta que el incremento porcentual previsto es tanto más difícil de conseguir a medida que la cifra base es superior. En el segundo supuesto, la situación al principio sería más desahogada (si existe solución compatible tal que $g_{e_1} < g'$), pero empezaría a complicarse igualmente a medida que pasa el tiempo, ya que los incrementos porcentuales de los beneficios netos operativos serían más problemáticos cuanto mayor fuese la base precedente, requiriéndose doblar el ritmo de los costes de expansión. Desde luego, cuando el horizonte temporal contemplado es ilimitado, parece desprenderse que la tasa de crecimiento g' es insostenible en condiciones de rentabilidad sostenida. A efectos de un programa a medio plazo el modelo de crecimiento que contempla la existencia de costes de expansión crecientes puede tener un sostén más firme.

Implícitamente se está aceptando la degradación de la tasa de rentabilidad deseada, ya que sería imposible contrarrestar la presión ejercida por los costes de expansión a través de un proceso de crecimiento sin solución de continuidad. Teóricamente, hay un modo de contrarrestar los efectos de los costes de expansión, reduciendo la relación recursos permanentes/ volumen de ingresos, o sea, aumentando la odupación de la capacidad disponible o mejorando la productividad de los recursos poseídos, - más a largo plazo sería altamente problemático poder compensar el drenaje ocasionado por los costes de expansión con el aumento de los beneficios netos operativos obtenidos a través del aumento progresivo del output para los recursos económicos con que cuentan las compañías.

Considerando que el cambio entre la posición inicial y la posición final del programa de expansión se produce de modo - equilibrado entre los distintos intervalos, se podrían calcular- las tasas medias constantes g_e y g^* equivalentes a la tasa de crecimiento de los recursos financieros, es decir:

$$B_o(1+g_e)^n - E_o(1+g^*)^n = r'K_o(1+g')^n$$

expresión en la que podrían darse los resultados anteriormente- comentados, suponiendo una tasa acumulativa de los beneficios - netos operativos idéntica a la del aumento de los recursos fi-- nancieros:

$$B_o(1+g')^n - E_o(1+\hat{g}^*)^n \gtrless r'K_o(1+g')^n$$

En el caso de que los beneficios netos operativos a la tasa g' menos los costes de expansión inherentes a dicha tasa supera-- sen los beneficios netos declarados, habría que potenciar el - ritmo de los beneficios operativos hasta que el g^* correspon-- diente equilibrase la relación anterior, suponiendo que la ele- vación de r' es una alternativa que se rechaza. En consecuencia, la tasa media de incremento de las ventas, costes ordinarios y beneficios operativos $\hat{g}_e$ superaría la tasa media de acumulación de los recursos financieros g'. Por el contrario, si la $\hat{g}^*$ fuera superior, sería necesario que el ritmo de incremento de los- beneficios netos operativos $\hat{g}_e$ fuera inferior, al objeto de que una menor tasa de expansión de los ingresos al arrastrar unos - costes de expansión tolerables fuera capaz de reequilibrar la - relación expuesta, ya que se supone que, hasta ciertos niveles- de expansión de los ingresos, los ingresos aumentan a un ritmo- menor que éstos. De todas las maneras, habría que tener presente que el reequilibrio puede hacerse inalcanzable, pues la re--

ducción de g* podría arrastrar en exceso un descenso de g_e incompatible con las metas perseguidas; en ese caso, no quedaría más remedio que aceptar una baja de la rentabilidad de los recursos o replantear el programa a base de reducir la tasa de expansión de los recursos permanentes.

Teóricamente, ambos resultados pueden ser posibles, en principio. La clave radica en el ritmo de crecimiento de los recursos financieros. Cuando el horizonte temporal contemplado es de mediano alcance, cabe proyectar un ritmo rápido de expansión de los recursos, cuando exista abundante demanda potencial por cubrir, pues ello no implicará elevaciones considerables de los costes de expansión. En cambio, si se programa a plazo muy largo y si la demanda se encuentra al borde de la saturación, el ritmo de expansión tendría que ser lento, porque de lo contrario exigiría unos costes de expansión muy abultados para crear demanda, lo que precisaría una subida muy fuerte de las ventas que chocaría con la escasa capacidad de compra para los productos con lo que, en definitiva, sería prácticamente imposible el mantenimiento de la tasa de rentabilidad de los recursos financieros añadidos.

Baumol nos muestra exclusivamente el marco teórico de un proceso cumulativo de expansión, desnudo de argumentos en torno al comportamiento efectivo de las grandes empresas ante el crecimiento. Lógicamente en un contexto tan simple como el que parece vislumbrarse en el artículo de este autor, cobra fuerza la idea de que cuanto mayor sea la dimensión de los ingresos de la compañía, tanto más difícil será encontrar colocación para los recursos financieros adicionales en condiciones de rentabilidad análoga a la que se sigue disfrutando. Unos proyectos

ambiciosos de captación de recursos financieros chocarían con - unos cauces restringidos de elevación de los ingresos, por lo - que habría que realizar abundantes costes de expansión para incentivar los ingresos, lo que en último término deprimiría la rentabilidad de los recursos. El fallo, a nuestro juicio, radica en - que se estudia un modelo de crecimiento sin tener apenas en cuenta los fenómenos de la innovación creadora, la diversificación, la expansión interna, el acrecentamiento del grado de monopolio, etc. inherentes a todo proceso de expansión.

La gran empresa en expansión no se encuentra inexorablemente aferrada a la misma gama de productos a lo largo de toda su vida; si así lo fuera, evidentemente la adición de recursos financieros tendería a frenarse por razones obvias. Sin embargo, éste no es el panorama habitual en el que toma cuerpo el proceso de desarrollo de la gran empresa. Esta trabaja para cambiar la gama de sus productos ininterrumpidamente, penetra en - nuevos mercados , abre nuevas líneas de explotación, acrecienta su poder oligopolístico en los mercados, acrecienta las actividades típicamente especulativas, penetra en mercados extranjeros en los que la competencia es inferior, etc. actitudes todas ellas que le pueden permitir el aumento de los ingresos y la obtención de unos márgenes de beneficios netos operativos de cuantía semejante e incluso superior, todo lo cual puede contrarrestar perfectamente los supuestos frenos de la expansión que constituyen los costes de expansión.

A efectos de programar el crecimiento a medio plazo, cabe partir de una tasa de expansión de los recursos financieros, tomando como base unos datos iniciales conocidos (estructu-

ra financiera, ventas, beneficios operativos y declarados, etc.) elaborando unos presupuestos de costes de expansión para llegar a determinar los objetivos a alcanzar en cuanto al volumen de los ingresos, costes ordinarios y beneficios netos operativos. La simulacion de diferentes políticas permitirá escoger aquélla que ofrece una solución idónea que conjugue de un modo más armónico la totalidad de las variables expuestas que conforman el modelo comentado (47).

Hay otro punto oscuro del modelo de crecimiento propuesto por Baumol. Su hipótesis nos habla de maximizar a secas el valor actual de la serie de beneficios netos declarados totales de un horizonte temporal ilimitado. Ahora bien, opinamos que falta por añadir un requisito complementario para que el criterio merezca ser tenido en cuenta. El crecimiento requiere la incorporación de recursos financieros y es necesario que la tasa de rentabilidad de dichos recursos se mantenga perennemente en unos niveles aceptables. En suma, Baumol efectúa su análisis sin conectar las tasas g', g_e y g^*. Este es un requisito sin el cual, cualquier interpretación del proceso de expansion de las empresas carece de auténtica validez. Por consiguiente, el postulado central de Baumol puede modificarse en el sentido que el valor actual de los beneficios netos declarados puede ser satisfactorio en vez de máximo para el nivel de expansión de los recursos financieros previsto y para la tasa de rentabilidad de los recursos propios preestablecida.

Supongamos que los beneficios periódicos operativos crecen a la tasa cumulativa g_e y que los costes de expansión correspondientes al programa previsto de expansión de los recursos financieros permanentes que hemos supuesto crecen a la tasa acumulativa g'. El valor actual de la serie de beneficios netos de-

clarados podría plantearse en los siguientes términos:

$$B_o \sum_{t=o}^{\infty} \left(\frac{1+ge}{1+k}\right)^t - E_o \sum_{t=o}^{\infty} \left(\frac{1+g^*}{1+k}\right)^t = r'K_o \sum_{t=o}^{\infty} \left(\frac{1+g'}{1+k}\right)^t$$

lo que equivale a:

$$B_o \frac{1+k}{k-g_e} - E_o \frac{1+k}{k-g^*} = r'K_o \frac{1+k}{k-g'}$$

y si tenemos en cuenta que $B_o - E_o = r'K_o$

$$\frac{B_o}{k-g_e} - \frac{E_o}{k-g^*} = \frac{B_o}{k-g'} - \frac{E_o}{k-g'}$$

$$E_o \left(\frac{1}{k-g'} - \frac{1}{k-g^*}\right) = B_o\left(\frac{1}{k-g'} - \frac{1}{k-g_e}\right)$$

$$E_o (g'-g^*) = B_o (g'-g_e)$$

$$B_o g_e - E_o g^* = g'(B_o-E_o)$$

$$B_o g_e - E_o g^* = g'r'K_o$$

Vemos, pues, cómo conectando las tasas de expansión - de las dos esferas económica o de actividad y financiera, teniendo en cuenta el requisito de permanenecia de la tasa de rentabilidad de los recursos propios empleados, la condición imperante- de equilibrio auténticamente significativa exige que para un determinado incremento porcentual de los recursos propios con carácter indefinido debe haber un determinado incremento de los beneficios netos operativos que se corresponda con un determinado- incremento de los costes de expansión, de tal suerte que la diferencia neta entre estos dos últimos incrementos quede igualada -- con el aumento de los beneficios netos declarados correspondiente al incremento de los recursos financieros propios. La maximización

del valor actual de la corriente de beneficios netos declarados, en cambio, ilustra muy poco, ya que no asegura que dicha tasa de expansion sea capaz de preservar la tasa de rentabilidad satis-- factoria que exige la continuidad a largo plazo de la compañía.

10,3.- Utilidad del consejo directivo de un horizonte temporal: maximización de la tasa de crecimiento seguro.-

La otra vertiente del problema de la maximización de la función de utilidad de un horizonte temporal es la que propugna - la consideración de las aspiraciones del consejo directivo por encima de las de los capitalistas-propietarios.

En el primer apartado del presente capítulo, ya se puso de manifiesto que las aspiraciones de mayor relevancia del consejo directivo de las grandes compañías consistirán en permanecer al -- frente de sus puestos de mando y en multiplicar la envergadura de los negocios sometidos a su gobierno. Estas dos facetas encajaban perfectamente dentro del esquema motivacional de los altos cargos de tales compañías.

La preferencia por el crecimiento parecía ser la motivación de primer órden de los dirigentes, pero esta inclinación debería venir condicionada por la necesidad de evitar el riesgo de ser desplazados de sus puestos de mando. La maximización de la tasa de expansión condicionada a la obtención de una cifra de beneficios - satisfactorios en cada momento, o unas cotizaciones astisfactorias para las acciones o algo por el estilo, podría constituir un indicador representativo de la maximización de la utilidad de un horizonte temporal concebida bajo el esquema de preferencias del estamento directivo (46)

D.C. Mueller destaca que en la gran empresa moderna controlada por los cuadros de mando, el crecimiento no se vincula a la maximización de la riqueza de los accionistas, sino que puede ir más allá de los límites que señalarían este extremo, aunque ello - implique ciertas deseconomías y, en definitiva, que la tasa de ren

tabilidad de los recursos financieros empleados sea inferior a la cota máxima potencial. Los verdaderos límites de la tasa de expansión de las grandes empresas vienen marcados por los fondos disponibles, por la amenaza de absorción por parte de otras compañías y por un cierto sentido de lealtad hacia los accionistas. Mueller opina que la gran empresa pretenderá maximizar su tasa de expansión teniendo en cuenta tales restricciones y, por lo tanto, su ritmo de crecimiento será superior al de la empresa controlada por sus accionistas, pagará unos dividendos comparativamente inferiores a los de ésta y admitirá una cotización para sus acciones algo menor que la cotización potencial máxima que pudiera haber alcanzado prestando un interés menor por el crecimiento y algo mayor por la cifra de beneficios. En definitiva, a medida que la empresa va aumentando su tamaño, los dirigentes adquieren un grado de autonomía mayor, reforzándose su independencia con respecto a los mercados de capitales, con lo que sus aspiraciones prevalecen sobre las de los accionistas de la compañía, pudiendo reinvertir parte de los beneficios ganados a unas tasas de rendimiento inferiores a los costes de oportunidad de los accionistas (49).

De cualquier forma, resulta evidente que aunque los dirigentes de la empresa moderna puedan mostrar una especial predilección por el aumento de dimensión de sus negocios, de ningún modo pueden verse libres de condicionamientos en el ejercicio de esta aspiración. En otras palabras, la maximización de la utilidad directiva de un horizonte temporal puede dar paso a una función gerencial que recoja la tasa de expansión junto con alguna otra variable que represente el factor seguridad que debe presidir todo proceso de crecimiento.

Por regla general, los modelos de crecimiento de base gerencial han puesto singular relieve en los elementos financie-

ros que intervienen en la estrategia de expansión empresarial. - Así, la tasa de expansión que suelen manejar se refiere al crecimiento de los recursos financieros permanentes, las restricciones frecuentemente utilizadas para definir el grado de seguridad del proceso se refieren a determinadas relaciones de naturaleza financiera, tales como la cotización bursátil de las acciones, el coeficiente de endeudamiento, la política de dividendos, etc.

10,3,1.- Modelo de crecimiento seguro de R. Marris

10,3,1,1.- Descripción del modelo.-

Robin Marris ha elaborado una teoría basada en esta misma premisa de comportamiento, en la que defiende, por tanto, la proclividad de los dirigentes supremos de la gran empresa hacia el crecimiento, en condiciones tales que éste no resulte atentatorio contra la seguridad de la misma, dado que una política expansiva que haga peligrar la estabilidad de la compañía puede repercutir gravemente sobre la continuidad de los dirigentes al frente de ésta (50).

Como justificación de su punto de vista, el insigne economista británico, uno de los tratadistas más poderosos de la teoría del crecimiento de las empresas (51) de lo que él denomina -- etapa del "capitalismo gerencial", acepta previamente el notable predominio adquirido por el consejo directivo de las modernas corporaciones, entendiendo que la actuación de éstas estará directamente influida por las motivaciones de este estamento que, por lo general, detenta un poder de decisión cuasiomnímodo. Por consi--- guiente, la fórmula más feliz de representar el comportamiento -- global de estas organizaciones es la maximización de una función de utilidad directiva, ya que esta postura resulta congruente con

el esquema de poder típico de las mismas. Como variables representativas de la función de utilidad directiva propone dos magnitudes esenciales: una que represente el factor seguridad o supervivencia a que aspiran en primer término los administradores y otra que represente la propensión hacia el crecimiento de la dimensión que constituye la aspiración fundamental de los mismos (52)

Marris se plantea las cuestiones siguientes: (53)

1ª) ¿Cuáles son los intereses fundamentales de los capitalistas-propietarios?.

2ª) Al existir una separación tajante entre quienes detentan la propiedad de jure de la compañía y quienes manejan de facto los recursos invertidos en la misma, con un claro predominio de los segundos sobre los primeros en el órden de la adopción de decisiones, ¿en qué medida puede pensarse que los administradores tratarán de defender los intereses de los capitalistas-propietarios? y ¿en qué medida puede pensarse que tratarán de hacer prevalecer sus propios intereses?.

3ª) ¿Cuáles son los intereses fundamentales de los dirigentes?.

En cuanto a la primera cuestión, parece existir un consenso bastante generalizado, de que la magnitud que mejor refleja los intereses de la gran masa de accionistas de las corporaciones mercantiles es el valor del mercado de las acciones. En otras palabras, los accionistas, casi sin excepción se muestran interesados por la percepción de dividendos y por la obtención de ganancias de capital para sus acciones, factores que vendrán reflejados en la cotización alcanzada por las acciones en el mercado bursátil. (54)

El precio de mercado de las acciones se supone recoge

obtención de dividendos futuros, ya que los beneficios que se retienen y que se acumulan al negocio pertenecen sólo de derecho a los accionistas, mientras que de hecho pertenecen al consejo directivo. Así, si los dirigentes optan por repartir los beneficios ganados o las reservas acumuladas procedentes de beneficios anteriores obtenidos, los accionistas los percibirán, mientras que si deciden retenerlos, los accionistas se verán privados de estas remuneraciones potenciales que les pertenecen legalmente, a menos que fueran capaces de poder imponer su voluntad en este sentido, o a menos que los dirigentes decidieran liquidar el negocio. Cualquiera de estas dos excepciones es harto dudosa, por la especial configuración de la moderna gran empresa. (55) Sin embargo, la actitud observada por los dirigentes sobre este particular es juzgada por el mercado bursátil a través del precio alcanzado por las acciones que, en cierto modo, viene a expresar la opinión que tienen los inversores financieros (individuales, sociales e institucionales) sobre el comportamiento adoptado por el consejo directivo. La maximización del valor de mercado de las acciones sería la expresión suprema, en el plano normativo, de los intereses de los accionistas y, por los mismos motivos, mostraría la línea de actuación de un equipo directivo eminentemente preocupado por robustecer al máximo la riqueza de sus accionistas. (56)

Sin embargo, puede que los accionistas se muestren dispuestos a aceptar (o no tengan más remedio que hacerlo) la satisfacción de sus intereses a un nivel más conformista. Esto parece ser que es lo que ocurre en el plano positivo, tanto porque no es fácil llevar a la práctica el ideal de la maximización, pues las expectativas futuras en cuanto a la obtención de beneficios y percepción de dividendos son aleatorias, las imperfecciones de los mercados de capitales son un hecho inesquivable, etc., como porqu

efectivamente se carece del poder de decisión suficiente para -- adoptar las medidas que podrían, quizás, maximizar el valor de - sus acciones. (57) Así, pues, los accionistas se mostrarán satisfechos con remuneraciones aceptables y, en todo caso, la conducta seguida por los dirigentes en este orden de cosas se encontrará - reflejada en el precio alcanzado por las acciones en el mercado. Si la satisfacción es escasa, los accionistas preferirán vender - sus títulos antes que permanecer en la oposición sin ningún horizonte de salir de ella con eficacia, lo que se traducirá en la baja de la cotización de las acciones.(58)

En lo que concierne a la actitud de los administradores tampoco parece ser que tengan necesidad de maximizar el valor de las acciones, a menos que fuera para ellos una conveniencia de - primer orden. Marris señala que los dirigentes se deben legalmente a sus socios, pero que ni incluso el alcance de esta obligación está claramente definido.(59) La aparición de los "managers trascendentes" que se autoperpetúan dentro de las grandes empresas, a diferencia de los "meros managers" de la empresa individual o familiar, acumulan un gran poder de decisión, sin necesidad de poseer grandes capitales, de participar mayoritariamente en las ganancias obtenidas y de asumir plenamente los riesgos financieros derivados de su gestión, ha trastocado el supuesto protagonismo de la maximización de los beneficios, ya que los dirigentes -- prestarán atención preferente hacia otros tipos de intereses, máxime cuando están a cubierto de posibles penalizaciones por parte de los accionistas, pues incluso ofreciendo una remuneración suficiente a éstos, no máxima, los dirigentes empresariales pueden gozar de un enorme aprecio y popularidad entre los socios(60). Finalmente, hay que descartar prácticamente la conveniencia de los dirigentes de maximizar el valor de las acciones porque no hay --

pruebas claras de que tal conveniencia exista, mientras que sí parece haber pruebas contundentes de que la conveniencia de los dirigentes se polariza hacia otras metas.

De manera que la segunda cuestión se resuelve para Marris en el sentido de que, a la vista de la forma en que están planteadas las relaciones de poder en el seno de las grandes empresas, las decisiones adoptadas por los máximos dirigentes, sin apenas restricción efectiva por parte de los capitalistas-propietarios, estarán preferentemente orientadas a satisfacer los intereses de los primeros más que los de los segundos. Marris reconoce que los accionistas tienen derecho a elegir a los componentes del Consejo de Administración y éstos a su vez a los miembros que van a forman el consejo gerencial supremo, pero que el derecho a elegir es prácticamente ineficaz si no se cuenta con un procedimiento relativamente fácil de destituir a las personas nombradas. El autor opina, con enorme acierto, que ni unos ni otros disponen de este procedimiento en condiciones normales, es decir, siempre que las cosas transcurran satisfactoriamente.

En lo que respecta a los accionistas, éstos deberían disponer de un elevado porcentaje de votos, cosa que es sumamente difícil en las sociedades de grandes proporciones en las que existe una enorme masa de pequeños accionistas, estadísticamente dispersos, totalmente desorganizados y desinteresados por participar en las decisiones. (61) El poder compensatorio de los accionistas, añade Marris, radica en la transmisibilidad de sus acciones, en la existencia de un mercado bursátil suficientemente organizado y transparente que recoja el estado de ánimo de los mismos y, como última arma, en la amenaza del "take-over" que puede lanzar una organización mercantil que trate de adquirir la empresa (62), con la casi segura destitución de los dirigentes actuales, lo cual es tanto más probable cuanto mayor sea el malestar existente entre -

lo s, pues ello se traducirá seguramente en unas cotizaciones bajas, lo que hará tanto más tentadora la toma de control, aunque advierte, que el riesgo del "take-over" disminuye con el tamaño de la firma (63)

En cuanto a los miembros del Consejo de Administración, Marris rechaza la posibilidad de que los Consejeros puedan neutralizar eficazmente la preponderancia del consejo directivo profesional, velando por los intereses de los accionistas. Aduce que los principales managers han asimilado prácticamente la vigilancia teórica del Consejo de Administración, puesto que, por lo general, los miembros más destacados de la alta dirección acaban por ser nombrados consejeros, siendo precisamente la parte más activa e influyente de dicho Consejo y, pues es tal la complejidad de la problemática especifica de la gran empresa moderna, que sólo pueden ser adoptadas decisiones eficaces por quienes viven momento a momento y de cerca el desarrollo de los acontecimientos que inciden sobre la vida de la organización. Por consiguiente, es el consejo directivo quien acaba por llevar las riendas principales del negocio y quien acaba nombrando (la proposición equivale de hecho a aprobación) los restantes miembros del Consejo de Administración que suelen recaer, por lo general, en personas afines al comité de dirección, con dedicación esporádica a la empresa, quienes acabarán por refrendar lo que este órgano proponga, aparte de la progresiva delegación de facultades del Consejo de Administración hacia el equipo directivo, fenómenos fácilmente constatables en la corporación de gran tamaño. En palabras del propio Marris: "definimos el management como el grupo interno particular formado por consejeros y otros miembros, el cual desempeña efectivamente las funciones legalmente conferidas al Consejo de Administración." (64)

A pesar de la clara preeminencia que Marris otorga al "top management" de las grandes compañías, órgano perfectamente separado del cuerpo de accionistas y que cuenta con su propio cuadro de intereses específicos, no afirma que tenga que estallar necesariamente el conflicto de intereses entre directivos y socios, formando dos bandos forzosamente irreconciliables. Lo único que señala es que la abierta separación entre estos dos estamentos permite asegurar que la armonía entre los managers independientes y los capitalistas-propietarios no tiene por qué ser axiomática.(65) De hecho, tiene que existir, al menos, un mínimo de concordia que consiga satisfacer los intereses de los accionistas, con el fín de evitar los efectos perturbadores que podrían derivarse para los dirigentes a consecuencia de unas políticas netamente hostiles a los socios, cuyo riesgo máximo viene representado sin duda por el "take-over", (66) aunque también existen otros riesgos menores, asimismo perjudiciales para otras aspiraciones soberanas del comité directivo, por ejemplo, la propensión hacia el crecimiento puede quedar menoscabada si los accionistas no están dispuestos a suscribir nuevas emisiónes de acciones. Ahora bien, salvado ese mínimo de concordia, que desempeña un papel efectivo de restricción dentro de las verdaderas aspiraciones del consejo directivo, parece claro que deben predominar los intereses de este estamento. La independencia decisoria alcanzada por el comité directivo no es sólo una cuestión que deriva de las características peculiares de la masa de accionistas anónimos que favorece la aparición de un poder ejecutivo con amplias facultades, sino que obedece a una razón de eficacia, de tal modo que la excesiva injerencia de parte de los accionistas o del Consejo en detrimento de las facultades del comité directivo reduciría la eficacia operativa de la firma, volviéndose en contra incluso de los accionistas, con lo que interesa incluso al cuerpo de accionistas, pero este rasgo de la gran empresa capitalista favorece irremisiblemente la

preponderancia de las aspiraciones propias de su equipo de dirección.

Con ello se entra en la tercera de las cuestiones planteadas por Marris. ¿Cuáles son los principales intereses del equipo de dirección que comandan las grandes compañías?. En otras palabras, ¿cuáles son los componentes más relevantes de la función de utilidad del comité directivo, capaces de resumir las aspiraciones globales, últimas y permanentes de este estamento?.

Marris habla fundamentalmente de dos aspiraciones básicas del comité directivo profesional: asegurar la continuidad de la compañía y potenciar la expansión ininterrumpida de su envergadura. Es decir, los dirigentes aspiran a asegurar su permanencia al frente de la compañía y a elevar la importancia de los mismos dentro de la comunidad empresarial, en definitiva, buscarán una expansión segura o estable, aspiraciones que se apoyan tanto en las ventajas financieras directas que esto puede reportarles como, y quizás fundamentalmente, en las motivaciones psicológicas inherentes a la figura del dirigente moderno. (67) Por otro lado, supervivencia y expansión son dos metas que van inextricablemente unidas, de tal manera que no puede existir seguridad sin crecimiento en un contexto económico altamente evolutivo como es el que caracteriza el medio en que se encuentran asentadas las grandes compañías de las economías capitalistas avanzadas, como tampoco puede aceptarse un crecimiento desmesurado más allá del límite de los recursos de todo tipo disponibles en cada momento, tanto materiales como inmateriales y en concordancia con el estado del medio ambiente, pues ello atentaría igualmente contra la supervivencia (68). La prueba más clara de que estas aspiraciones están presentes en el comportamiento de los diferentes comités directivos es que la mayoría de las organizaciones mercantiles tienden de hecho a perpetuarse y a incrementar su tamaño, pudiendo decirse que su-

pervivencia-expansión son las dimensiones que mejor expresan el-ego del dirigente profesional moderno. La utilidad de los dirigentes procede, por consiguiente, tanto de la continuidad de la persona dentro de la organización a la que sirve, como del crecimiento de la misma. (69) Sin embargo, el crecimiento es la auténtica variable objetivo de la función de utilidad a maximizar de los dirigentes, mientras que la seguridad actúa a modo de restricción o condicionante de lo primero, dado que debe existir un tope máximo al ritmo temporal de expansión, cuya transgresión puede atentar contra la seguridad y, en casos límites, acarrear la ruina de la organización, es decir, el desplazamiento de los dirigentes, como asímismo debe existir un tope mínimo de expansión, cuya inobservancia podría producir efectos análogos (70).

De manera que la función de utilidad directiva a maximizar sería del tipo: $U = U(g,v)$, en la que g debe representar una medida de la tasa de crecimiento, mientras que v debe representar un índice que mida la seguridad que el comité directivo necesita. Si se prefiere, la especificación elemental de un modelo elaborado a partir de la hipótesis de comportamiento de Marris sería:

$$\text{Fundión-objetivo} \qquad \text{Max.} \quad U = U(g,v)$$

$$\text{Restricciones} \qquad v \geqslant \bar{v}$$

$$g \geqslant o$$

en las que $\bar{v}$ representa el valor mínimo del índice elegido para señalar la seguridad que debe acompañar todo proceso de crecimiento, de tal manera que se supone que un valor inferior a $\bar{v}$ para el índice tomado sería catastrófico para la continuidad de los cargos directivos.

El índice de seguridad elegido explícitamente por Marris

es la tasa de evaluación, coeficiente que en otros lugares del - presente trabajo, ha quedado definido como la relación entre el valor bursátil global de las acciones y el valor patrimonial o - contable de la empresa.

Esto quiere decir que Marris vincula la seguridad que debe presidir todo proceso de crecimiento al veredicto del mercado de capitales en torno a la cotización de las acciones.(71) En último término, la restricción evoca una cifra de beneficios mínimos, aunque no referida a un instante aislado, sino más bien a un período prolongado en el que habrá que tener en cuenta, por consiguiente, el fenómeno del crecimiento. Ello obliga a introducir -- una teoría relativa a la formación de los precios de mercado de - las acciones, pues v recoge esta magnitud. La teoría más extendida a este respecto supone que el valor de mercado de una acción - depende de la corriente futura de dividendos esperados, las cuales son función de la corriente de beneficios esperados y ésta, a su vez, vendrá decisivamente influída, entre otros motivos, por - la tasa de crecimiento de las inversiones.(72)

Así, pues, existe una evidente conexión entre el crecimiento de la compañía y el valor de mercado de sus acciones, con lo cual la restricción establecida por Marris viene a decir que - los dirigentes intentan aumentar el tamaño de la firma, pero una tasa de crecimiento demasiado rápida puede deprimir el valor de - las acciones, o lo que es similar, la tasa de evaluación y, de modo análogo, una política expansiva demasiado lenta puede producir resultados semejantes,(73) aunque ciertamente el autor refiere, de modo especial, el sentido de esta conexión respecto al crecimiento apresurado, pues destaca especialmente las limitaciones -- que inducen a frenar el ritmo de expansión, so pena de incurrir en deseconomías que repercutirán desfavorablemente sobre la cotiza--

ción de las acciones, o sea, sobre la tasa de evaluación.(74) La introducción de un límite inferior para la tasa de evaluación, hace que la maximización de la función de utilidad directiva equivalga realmente a maximizar la tasa de crecimiento condicionada a que la tasa de evaluación no descienda de un determinado nivel, considerado como expresión de la supervivencia en condiciones suficientemente seguras.

Por consiguiente, Marris opina que la elección de una tasa u otra de crecimiento afecta el valor de mercado de las acciones, pero advierte que no siempre una tasa acelerada de crecimiento ha de llevar necesariamente a una cotización superior de las acciones. Por ello, podría existir un conflicto entre los dirigentes profesionales y los capitalistas propietarios, pues las primeros pueden tener mayor predilección por el crecimiento que los segundos. (75) Resulta imperativo, por tanto, elaborar una teoría que reconcilie las pretensiones de los dos estamentos en relación con el ritmo de expansión del negocio.

La magnitud elegida por Marris para representar la tasa de crecimiento dentro de la función de utilidad directiva g (en otros trabajos el autor utiliza la notación C^{o}) es el crecimiento de los activos netos, es decir, de los recursos propios.(76) En realidad, la tasa de crecimiento de los recursos propios (capital y reservas) se aplica igualmente a los recursos financieros ajenos de carácter permanente, pues como vamos a ver un modelo de crecimiento constante (steady-state growth model) fija como premisa que todas las magnitudes económicas crecerán a la misma tasa y, concretamente, con relación al coeficiente de endeudamiento, supone que éste deberá permanecer constante, lo que obliga a que los recursos ajenos crezcan a la tasa g al aumentar los recursos propios a dicha tasa.(77) En consecuencia, denota la existencia

de un límite máximo para el coeficiente de endeudamiento, lo que restringe la tasa máxima potencial de crecimiento. En principio, podría pensarse que una dirección empeñada a toda costa en elevar la envergadura del negocio recurría a los capitales ajenos al --- máximo siempre que la tasa de rentabilidad esperada para las inversiones r fuera superior a la tasa de retribución de la deuda a largo plazo i, puesto que obrando de esta manera elevaría la tasa de crecimiento actual y futura y quizás también el valor de mercado de las acciones (postura tradicional), (78) por lo que la utilidad de los dirigentes sería superior al aumentar simultáneamente los dos componentes de la misma, es decir, la tasa de crecimiento y la tasa de evaluación. Sin embargo, Marris sostiene que hay un "leverage" o apalancamiento máximo que restringe la tasa maxima de crecimiento potencial. La razón que da para ello, es que un incremento del endeudamiento eleva el riesgo financiero de la compañía, lo cual sería rechazado,a partir de cierto punto, tanto por los prestamistas de los fondos como por los propios dirigentes de la compañía que son los que van a manejar los mismos.(79)

Los prestamistas estarán dispuestos a entregar sus capitales siempre que la garantía de devolución sea suficiente, con - lo cual llegaría un momento en que la dilución de los recursos - propios haría abstenerse a aquéllos de continuar prestando nuevos recursos, con independencia de la tasa de interés ofrecida, ya - que el riesgo de insolvencia sería demasiado acentuado. Los dirigentes tampoco pueden sobrepasar un cierto nivel de endeudamiento, porque , de lo contrario, la sensibilidad de la empresa aumentaría alarmantemente, al elevarse el porcentaje que las retribuciones de los capitales ajenos representan sobre los beneficios brutos conseguidos, con lo que ante un cambio brusco de la coyuntura la rentabilidad de los recursos propios descendería vertiginosa-

mente, aparte de aumentar el riesgo de insolvencia.(80) Por ello, la búsqueda de la seguridad disuade a los dirigentes de traspasar un determinado nivel de endeudamiento, aparte de que de nada les valdría una supuesta despreocupación en este sentido, porque serían los propios prestamistas quienes no consentirían la evolución al alza de este coeficiente con carácter indefinido.(81) Finalmente, tampoco parece estar claro que el crecimiento de la deuda en las condiciones apuntadas, se traduzca en una elevación del precio de mercado de las acciones, (82) puesto que al crecer el riesgo financiero también puede crecer la tasa de descuento, de los accionistas, con lo cual el valor de mercado de las acciones puede permanecer inalterado o incluso descender. Marris acepta estos razonamientos, justificando el nivel de endeudamiento máximo y al admitir en su modelo de crecimiento constante la permanencia futura del valor alcanzado por este coeficiente en la fecha de partida, implícitamente admite que la estructura financiera de la empresa en la fecha actual es óptima y que seguirá siendolo en el futuro para el mismo valor. (83)

La conclusión a que parece llegarse después de la descripción de las opiniones de Marris es que los dirigentes de la gran empresa tratarán de maximizar la tasa de crecimiento compatible con la tasa de evaluación establecida representativa del factor seguridad que debe acompañar todo proceso expansivo racionalmente concebido. (84). Ahora bien, en rigor la función de utilidad directiva a maximizar viene definida a través de dos variables (g y v) que se encuentran interconectadas a través de una determinada relación funcional que posteriormente expondremos. Por lo tanto no hay duda que la valoración de las acciones (definida en la forma de tasa de evaluación por Marris) debe formar parte de la función de utilidad directiva, al igual que la tasa de crecimiento.

La justificacion de que la tasa de evaluacion deba formar parte de esta funcion se apoya, segun Marris, en los siguientes hechos:(85)

a) el prestigio que representa para los dirigentes lograr que las acciones de su compañía se coticen a precios saludables.

b) el sentimiento de lealtad hacia sus accionistas actuales y potenciales no puede considerarse que ha desaparecido por completo, por más que la relación entre dirigentes y socios se ha despersonalizado prácticamente; la conciencia de obrar con rectitud, sin tratar de perjudicar inícuamente a sus accionistas, es una fuente de satisfacciones inmateriales para los altos cargos.

c) el valor de mercado alcanzado por las acciones influye sobre el volumen de recursos financieros que pueden obtenerse del mercado de capitales, con lo que favorece o perjudica indirectamente la utilidad que los directivos extraen de la expansión. De acuerdo con las perspectivas de crecimiento que se les ofrezca, la potenciación mayor o menor de la cotización de las acciones deberá tener un interés más o menos elevado.

d) el valor de mercado de las acciones puede alterar radicalmente el censo de votantes, en el caso de que éste se aproxime a límites atractivos para la aparición de compradores en bloque de los títulos (take-over raiders). El temor de que aparezcan en escena posibles candidatos que traten de tomar el control de la compañía, con la casi segura sustitución del equipo directivo, disuade a éste de adoptar políticas irreflexivas que conduzcan a la caída de la tasa de evaluación en términos alarmantes, pues ello propicia la aparición de ofertas públicas de compra de títulos.(86) Lo que podríamos denominar síndrome del "take-over" representa el máximo peligro que tratan de esquivar los dirigentes de las grandes

compañías modernas. Por lo tanto, las políticas de cara al crecimiento no deben ser ni las más favorables bajo las perspectivas de la gerencia, ni las más ventajosas tampoco bajo las perspectivas de los accionistas, sino que el equilibrio se consigue mediante una transacción típica entre ambos extremos. (87)

La formulación teórica de Marris a la hora de buscar una solucion operativa precisa lanzar una determinada hipótesis sobre la fonma del crecimiento y su engarce con la teoría de la valoración de las acciones que se quiera postular, con el fín de establecer una determinada relación funcional entre la tasa de evaluación y la tasa de crecimiento: v v(g) (función de evaluación).(88) Una vez establecida la función de evaluación, las curvas de indiferencia teóricas entre g y v que son las que definen la utilidad del consejo directivo establecerán, en el punto de tangencia con dicha función, la solución de equilibrio capaz de maximizar la utilidad de dicho estamento.

En lo relativo a la función de evaluación, Marris lanza la hipótesis del crecimiento constante, según la cual contando con los datos de partida de las diferentes variables instrumentales, la elección por parte del comité directivo de una determinada tasa de expansión de los recursos financieros propios hace que todas las magnitudes absolutas se espera crezcan en el futuro al mismo ritmo que los referidos recursos, a menos que se llegase a cambiar sustancialmente la política adoptada, que variase el medio ambiente o ambas cosas a la vez. Así mismo, la hipótesis de crecimiento constante implica la permanencia de los principales ratios o coeficientes que existen en el momento en el que se proyecta el crecimiento. (89)

Esto quiere decir que el comité directivo tiene que elegir una determinada tasa de crecimiento, entre múltiples opciones

posibles, bien entendido que la tasa escogida influirá directamente en el precio que alcancen las acciones en el mercado, ya que - la tasa de crecimiento condiciona el pago de dividendos, mientras que éstos a su vez influyen decisivamente en la cotización alcanzada por los títulos. Por consiguiente, cada tasa de expansión genera un determinado precio de las acciones, en régimen de crecimiento constante con carácter indefinido y así puede decirse que el comportamiento de los dirigentes ante el crecimiento sentencia el precio que las acciones van a alcanzar en el mercado bursátil.

Por consiguiente, hay que determinar la incidencia en v de cada una de las distintas tasas de crecimiento que pueden ponerse en práctica en régimen de crecimiento constante. Para determinar este extremo Marris acude al concurso de las siguientes relaciones: (90)

1ª) Relacion de comportamiento de la cotización de las acciones en el mercado.

Esta es la verdadera función de evaluación que interesará finalmente llegar a conocer. En principio, puede decirse que - la cotización de las acciones depende de la tasa de rentabilidad obtenida para los capitales empleados y de la tasa de crecimiento adoptada, considerando que el factor de descuento de la corriente de dividendos es un dato exógeno:

$$v = v(r', g)$$

Esto quiere decir que como el valor de la acción depende de los dividendos esperados, éstos vendrán influídos por los beneficios conseguidos y por el ritmo de expansion previsto, ya que según sea uno u otro, la masa de recursos disponibles para el pago de beneficios será mayor o menor. La tasa de descuento exigida

por los accionistas k se considera, en una primera aproximación, un dato exógeno, de tal manera que se sostiene la independencia entre las variables k y g, es decir: $\frac{d\,k}{d\,g} = o$ (91)

2ª) Relacion de demanda dinámica o función crecimiento-rentabilidad.

Se considera que debe existir alguna relación funcional entre la tasa de rentabilidad de los recursos propios y la tasa - de crecimiento adoptada:

$$r' = r'(g)$$

Cabe pensar que las oportunidades temporales de inver-- sión que se les presentan a los dirigentes empresariales son limitadas y, por otro lado, éstos no contarán con los recursos de todo tipo (financieros, humanos y de organización) que demandarán -- ciertos niveles de expansión. Esto quiere decir que existen diversas restricciones tanto de oferta como de demanda que contienen el ritmo temportal del crecimiento compatible con una tasa constante de rentabilidad de los recursos propios, pues ésta es una hipótesis de partida del modelo.

En definitiva, introduciendo la función de demanda dinámica en la relación de comportamiento bursátil resultaría que la - tasa de evaluación depende, en ultimo término, de la tasa de crecimiento:

$$v = v(g)$$

en la que hay que tener en cuenta que v(g) es una función transformada a través de la función de demanda comentada.

Antes de exponer la forma de la función de evaluación - propuesta por Marris, conviene ahondar un poco en torno a la forma

probable de la función de demanda $r' = r'(g)$

Para que no existieran límites al proceso de crecimiento en condiciones de rentabilidad constante para los recursos invertidos tendría que ser falsa la ley de los rendimientos decrecientes. La existencia de grandes compañías en contínuo crecimiento sin que sus tasas de rentabilidad muestren una tendencia decreciente más bien parecer refutar que afirmar este supuesto del análisis económico tradicional. (92)

Ahora bien, no hay que confundir dos cosas, a saber: el proceso de crecimiento a largo plazo y el ritmo temporal al que se desarrolla dicho proceso. Así, puede sostenerse que el crecimiento de las grandes compañías a largo plazo y en condiciones de rentabilidad constante, e incluso creciente, es ilimitado, pero otra cosa muy distinta es mantener que el crecimiento temporal, en las mismas condiciones de rentabilidad apuntadas, puede llevarse a cabo a velocidad ilimitada. Desde luego esto último no puede ser así, pues el crecimiento por unidad de tiempo tropieza con diversas -- "restricciones dinámicas" que hacen que la relación entre r' y g no pueda ser constante para cualquier nivel de g. (93)

Un proceso de crecimiento sostenido a largo plazo a tasa constante que mantenga estable igualmente la tasa de rentabilidad de los capitales propios invertidos exige que el output (o los ingresos) pueda expansionarse paralelamente y que se mantenga estable la relación capital/producto y que el aumento de los costes sea proporcional al incremento del output (o de los ingresos). Como es obvio, estas condiciones no pueden darse para cualquier valor de g, existiendo diversos factores que restringen la tasa de expansión temporal, al objeto de que r' pueda mantenerse constante con carácter indefinido de acuerdo con los propósitos.

Marris clasifica las restricciones dinámicas en dos grupos: a) restricciones del lado de la oferta; b) restricciones del lado de la demanda. (94)

En cuanto a las restricciones del lado de la oferta, pueden señalarse los límites de capacidad y los límites de carácter financiero.

La empresa aunque contase con recursos financieros ilimitados y con demanda ilimitada por atender no podría, sin embargo, multiplicar ilimitadamente su ritmo de expansión porque la organización no estaría capacitada para dar una respuesta eficiente al panorama señalado. Un ritmo demasiado vertiginoso sólo conduciría a excesos de capacidad, cuando el elemento humano, sobre todo, no se encuentra lo suficientemente preparado para responder eficazmente a las posibilidades de crecimiento que teóricamente pueden ofrecérsele a la organizacion. Este hecho ha sido puesto de manifiesto por la Sra. Penrose, según referimos en el Capítulo 2 del presente trabajo, con lo que las disponibilidades de personal de dirección y cargos ejecutivos señalarían un tope a la tasa de crecimiento eficaz que puede alcanzarse en todo momento. (95) Una expansión por encima de este tope conduciría a un incremento de la relación capital/output, con el consiguiente descenso en la tasa de rentabilidad.

Si los recursos financieros propios K crecen a la tasa sostenida g, el efecto Penrose implica que el output crece a una tasa menor, o lo que es equivalente, los costes totales de expansión E que requiere la organización para atender un output creciente crecerían de forma explosiva. Matemáticamente, podría decirse que la relación E/K es una función creciente de la tasa de expansión con estas características:

$E/K = f(g)$ y $\frac{d(E/K)}{dg} > o$ función creciente

$\frac{d^2 (E/K)}{dg^2} > o$ crecimiento explosivo

Así, pues, a partir de ciertas tasas de crecimiento la rentabilidad de los recursos propios debe descender a consecuencia de esta restricción del límite de capacidad.

Al mismo tiempo, existirán limites en cuanto a la disponibilidad de los medios financieros necesarios para acometer ritmos de crecimiento a partir de cierta magnitud. En cuanto a los recursos procedentes de beneficios retenidos, éstos se encontrarán limitados en cuanto al volumen, aparte de que la tasa de retención no puede extremarse so pena de desencadenar efectos desfavorables sobre la cotización de las acciones. Otro tanto ocurrirá en cuanto a los de procedencia externa. Sin embargo, las restricciones de naturaleza financiera más que nada ponen una barrera inexpugnable al ritmo de crecimiento, pero apenas afectarán a la relación funcional entre r'y g que es lo que se trata de establecer.

Marris, sin embargo, hace especial hincapie en las restricciones del lado de la demanda para llegar a determinar la relación existente entre la tasa de rentabilidad y la tasa de crecimiento.

Para que pueda darse un crecimiento ininterrumpido con rentabilidad constante no basta con que las ventas crezcan al mismo ritmo que los recursos financieros propios, sino que los márgenes tienen que mantenerse. Ello obliga a crear incesantemente demanda para los productos de la compañía, sin que bajen los márgenes de beneficios. Ello sólo es posible mediante la innovación y

diversificación de la produccion en sentido amplio (nuevos productos y nuevos mercados). (96) En este cometido desempeñan un papel primordial los costes de expansión señalados por Baumol, principalmente costes de investigación, publicidad y promoción de ventas, etc. que tienen como misión lograr desplazar contínuamente la "curva de demanda de la corporación" sin reducir los márgenes de beneficios. (97)

Pues bien, el desplazamiento ininterrumpido de la curva de demanda de la corporación, exige realizar gastos de expansión y de desarrollo que drenan los beneficios ordinarios, con lo cual el crecimiento de los beneficios totales adicionales debe ir acompasado con el aumento de esta clase de gastos, con el fín de que pueda mantenerse constante con la tasa de rentabilidad de los recursos propios. En otras palabras, es necesario que si los recursos propios crecen a la tasa g, los beneficios totales experimenten una elevacion de igual magnitud. Marris considera que los costes de expansión crecen con el volumen de los recursos financieros invertidos (similar a Baumol), de tal manera que cuanto mayor sea la tasa de expansión de los recursos, tanto mayor es el volumen de los costes de expansion que hay que llevar a cabo, con lo cual tanto más fuerte tendrá que ser la elevación de los beneficios totales y, en consecuencia, tanto más fuerte tendrá que ser el esfuerzo para aumentar los ingresos. Para cada tasa de expansión de los recursos propios g existe asociado un nivel de costes de expansión, de tal manera que si se fuerza el ritmo de g la repercusión de estos costes es más que proporcional, lo que obligaría a redoblar las ventas a mayor ritmo para que la rentabilidad no decaiga, lo que se hace más difícil. De manera que, como en el caso del efecto Penrose, los costes de expansión, que tienen como misión desplazar la demanda de la corporacion, tienen una eficacia decreciente a partir de cierta tasa de expansión, lo que hace

que [redacted] sa de rentabilidad y tasa de crecimiento sea inversa, por lo menos, superado cierto nivel.

La función de demanda dinámica muestra la relación entre las tasas de expansión posibles (variable independiente) y - tasa de rentabilidad de los recursos propios (variable dependiente). La tasa de rentabilidad r' crecerá para pequeños valores incrementales de g, pues todavia predominan los efectos beneficiosos de la diversificación, de la innovación, etc. sobre los efectos negativos inherentes a los costes de expansión, llegará a una cota máxima y a partir de ahí los sucesivos aumentos de g mermarán progresivamente la tasa de rentabilidad de los recursos financieros. (98)

Si los dirigentes empresariales pretendiesen maximizar la satisfacción de los capitalistas-propietarios, considerando como magnitud representativa de dicha satisfacción la tasa de rentabilidad de los recursos propios, no hay duda de que la tasa de crecimiento óptima constante debiera corresponderse con la que hace máxima la función comentada. Por el contrario, si predominasen sus propios intereses la tasa de expansión elegida seria superior, originando una tasa de rentabilidad inferior a la máxima potencial. El conflicto de intereses entre accionistas y dirigentes de la gran empresa puede estallar, si estos últimos sobrepasan unos límites de tolerancia. Tiene que existir una barrera infranqueable que señale la frontera de la coexistencia pacífica entre los dos grupos aludidos. Los dirigentes en su afán de engrosar el volumen de sus negocios tropiezan con un tope, pues caso de no respetarlo pondrían en peligro su continuidad al frente de la compañía. (99)

Sin embargo, el análisis de Mar is de la maximización de la utilidad directiva toma como índice de seguridad la valoración realizada por el mercado bursátil de la política adoptada en cuanto a la tasa de crecimiento, por lo que basa sus inferencias

no en la función de crecimiento-rentabilidad, sino en una función de evaluación del tipo $v = v(g)$ que no es otra que la combinación de la función de crecimiento-rentabilidad $r' = r'(g)$ con la función de evaluación original. Ya hemos dicho que la seguridad que debe presidir el proceso de expansión se vincula al veredicto emitido por el mercado de capitales en cuanto a la cotización de las acciones. A largo plazo, el valor de las acciones se inspira en la tasa de rentabilidad obtenida que, en un contexto evolutivo, depende de la tasa de crecimiento escogida, la cual en último término, determinará la política de dividendos que es el principal factor que determina la cotización de las acciones, con lo que la conexión final del análisis de Marris queda suficientemente justificada. Hay pues que examinar la repercusión de las tasas de crecimiento sobre el valor de mercado de las acciones o sobre la tasa de evaluación que es el concepto análogo que utiliza dicho autor, o sea, desmenuzar las características de la función de evaluación: $v = v(g)$.

En primer lugar, la tasa de crecimiento de los recursos propios puede proceder de beneficios retenidos, de emisión de nuevas acciones o de ambos conductos. Pues bien, Marris sostiene que las fuentes de financiación escogidas para la tasa de expansión adoptadas son absolutamente neutrales con respecto a la cotización de las acciones. Con ello, pone de manifiesto la relación exclusiva entre la tasa de crecimiento y la tasa de evaluación, independientemente de la fórmula financiera seguida.(100) Esto permite además examinar las características del modelo considerando que los recursos financieros se nutren exclusivamente de los beneficios retenidos, ya que las inferencias son análogas a si se consideran los recursos procedentes de nuevas acciones.

Marris reconoce que el precio de las acciones mezcla diversos factores, de los cuales unos actúan a corto plazo, mientras que otros tienen más bien una proyección a largo plazo. Como el proceso de crecimiento estudiado por el autor tiene una proyección duradera, de aquí que lo que le interesa es una teoría del comportamiento bursátil a largo plazo, mientras que las perturbaciones introducidas por los factores a corto plazo, deben despreciarse en lo relativo al examen de una política de dirección sólida para un horizonte prolongado. (101) Por este motivo, la teoría de la valoración de las acciones utilizada por Marris se basa, como hemos dicho, en la actualización de la corriente de dividendos futuros esperados. En régimen de crecimiento constante, los dividendos esperados crecerán exponencialmente a la tasa de dividendos elegida por los dirigentes (modelo Gordon-Shapiro). En este modelo de valoracion, como se ha visto en el capitulo 3 de este trabajo, el precio de la accion es función del dividendo corriente, de la tasa de crecimiento y de la tasa de capitalización exigida por los inversores bursátiles, mientras que el horizonte temporal de la serie se considera ilimitado.

$$V_K = \lim_{n\to\infty} \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_1(1+g)}{(1+k)^2} + \ldots\ldots + \frac{D_1(1+g)^{n-1}}{(1+k)^n}$$

sabiendo que:

- Beneficios corrientes = $r'K_0$
- Dividendos corrientes = $D_1 = r'K_0(1-b)$
  - b = coeficiente de retención de beneficios
- Tasa de crecimiento constante $g = r'b$ (financiada a través de beneficios retenidos exclusivamente)

y utilizando la tasa de evaluacion empleada por Marris:

$$\frac{V_K}{K_0} = v = \lim_{n\to\infty} \frac{r'-g}{(1+k)}\left[1 + \frac{(1+g)}{(1+k)} + \ldots\ldots + \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+k)^{n-1}}\right] = \frac{r'-g}{k-g} \quad \text{para } g < k$$

El dividendo corriente y la tasa de crecimiento dependen, como se ve, de los beneficios corrientes y de la propia tasa de crecimiento deseado para los recursos financieros propios. Marris, como hemos visto, reconoce una relación decreciente entre la tasa de rentabilidad y la tasa de expansion $r' = r'(g)$, por lo que el mantenimiento de la tasa de rentabilidad actual dependerá del ritmo de crecimiento elegido. La política de crecimiento propuesta por este autor debe cumplir con este supuesto de partida.

En cuanto a la tasa de capitalización exigida por los accionistas k, ésta depende, en términos generales, de la tasa normal del mercado para la inversión en acciones y del riesgo característico de cada clase de acciones en particular. Pero aparte de esto, la tasa de expansión elegida también influye en la tasa de descuento exigida por los accionistas, por lo que, en rigor, k no puede ser independiente de g. Naturalmente, la elección de una tasa de crecimiento u otra altera los valores de la corriente de dividendos esperados. Marris sostiene que los dividendos más próximos no pueden ser descontados a la misma tasa que los dividendos más remotos, pues en un mundo incierto, lo mas probable es que los inversores exijan tasas superiores de descuento para los dividendos más alejados, puesto que el riesgo será creciente. El aumento de la tasa de expansión implica elevar los dividendos futuros y reducir los actuales, por lo que debe existir una relación funcional creciente $k = k(g)$.

La interdependencia entre la tasa de descuento y la tasa de expansión impide, por tanto, la posibilidad prevista bajo el régimen de certeza, en el cual el precio de la acción podría tomarse infinito (para $r' > k$, con política de expansión $br' \geq k$ el valor de la serie de dividendos $\rightarrow \infty$). Marris manifiesta que

es [redacted]qué forma los inversores establecen la -- equivalencia entre dividendos próximos y remotos, pues este extremo depende de múltiples factores (aversión al riesgo, preferencia por el tiempo, tenencia de activos, etc.), pero sostiene que, en todo caso, en ambiente de incertidumbre es imposible que la cotización de las acciones pueda ser infinita. Por consiguiente, la - relación entre políticas de dividendos-crecimiento y el precio de las acciones, por intermedio del efecto de las tasas de descuento, es tal que la valoración infita de las acciones debe quedar necesariamente descartada. Marris adopta esta postura realista, que - en el fondo equivale también al supuesto de independencia entre k (variable exógena) y g, estableciendo como condición que $g < k$. Lo que no cabe duda es que si pudiera conocerse la relación funcional $k = k(g)$ el precio de las acciones podría ser conocido y, por lo tanto, formulando las distintas combinaciones entre dividendos y tasas de expansión podría llegar a diseñarse la función de evaluación que Marris establece como representativa.(102) El autor, en todo caso, establece la convergencia del valor actual - de la serie de dividendos en crecimiento a la tasa g, es decir, - considera que cualquiera que sea el valor de g elegido, la tasa - de descuento aplicada (ya sea considerada variable endógena o exógena) será superior, o sea, $g < k$. En resumen, la funnión de evaluación que utiliza Marris tendrá necesariamente un valor positivo y finito, dependiendo exclusivamente de la tasa de expansión.

Marris se ocupa tambien, como es lógico, de la relación existente entre la tasa de crecimiento y la corriente de dividendos, ya que esta relación constituye el numerador de la función - de evaluación. Tomando como dato la tasa de rentabilidad obtenida para las inversiones en que se materializan los recursos financieros, cuanto mayor sea la tasa de expansión elegida tanto menores

serán los recursos disponibles para el pago de dividendos. Esto quiere decir que la elección de la tasa de expansión afecta la magnitud de los componentes de la serie de dividendos, de tal manera que existirá una relación inversa entre el dividendo corriente y la tasa de expansión y, por ende, la política de crecimiento que se adopte mostrará un doble efecto de sentido contrario sobre la cotización de las acciones: a) efecto depresivo: el dividendo corriente D_1 es inferior y, por lo tanto, el precio de las acciones tiende a bajar; b) efecto expansivo: al aumentar los dividendos futuros gracias al superior crecimiento, la cotización de los títulos tiende a elevarse. En otras palabras, para un dividendo corriente pequeño corresponde una tasa de expansión elevada, con lo que llegará un momento en que los dividendos futuros rebasarán los efectos depresivos inmediatos de la contención de los dividendos.

¿Cuál de los dos efectos predomina?. Marris sostiene que puede haber casos en los que el efecto depresivo rebase el efecto contrario a lo largo de toda la gama posible de tasas de crecimiento, con lo que la mejor política que podría acordarse, si los dirigentes buscasen favorecer al máximo los intereses de los accionistas, sería repartir todos los beneficios y no emitir nuevas acciones, es decir, permanecer en posición estacionaria. Dicho con otras palabras, puede que la tasa de descuento aplicada, cualquiera que fuese la tasa de expansión posible, fuese superior a la tasa de rentabilidad esperada para los recursos financieros aportados, con lo cual la tasa de evaluación descendería a lo largo de todo el campo de variación de g. Ahora bien, como privan los intereses del estamento directivo puede que aunque ésta sea la forma normal de la función de evaluación, sin embargo, se adopte alguna política de crecimiento, siempre que la tasa de evalua-

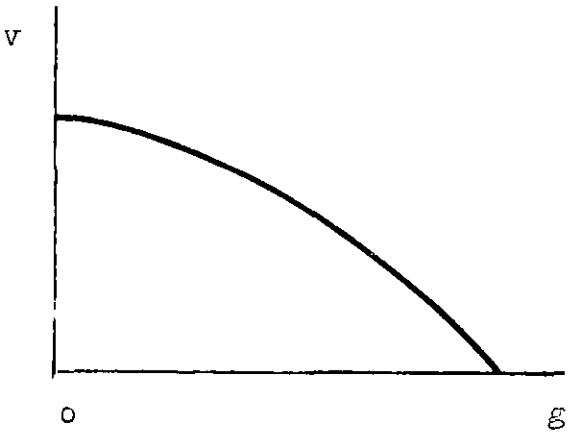
ción señalada por la restricción del "take-over" permita elegir determinadas tasas de crecimiento.

Por la misma razón, puede haber casos en los que hasta llegar a una determinada tasa de crecimiento, el efecto expansivo del precio de los títulos puede superar al efecto depresivo, pero es absolutamente inevitable que a partir de cierto nivel de dicha tasa, el efecto depresivo sea el factor predominante, descendiendo progresivamente la cotización de los títulos con el aumento del ritmo de crecimiento, llegando incluso a hacerse nulo el precio cuando el aumento temporal de tamaño fuera tan intenso que obligase a no repartir ningún dividendo en ningún momento. (104) La tasa de descuento aplicada puede ser inferior a la tasa de rentabilidad esperada para ciertos valores de g, pero a partir de un valor límite de g, la tasa de descuento supera a ésta porque el riesgo en que se incurre es muy elevado, porque el reparto de dividendos es insignificante y porque sería tanto más difícil conseguir la tasa de rentabilidad deseada. (105) En este caso, existiría una tasa óptima de crecimiento desde el punto de vista de los accionistas, aquélla que maximiza el valor de mercado de sus acciones o la tasa de evaluación; sin embargo, la tasa óptima de expansión bajo la óptica de los dirigentes puede ser otra distinta, siempre que el máximo de la tasa de evaluación estuviese situado por encima de la restricción establecida para el "take-over", de acuerdo con la forma de las curvas de indiferencia de los dirigentes formadas a partir de las combinaciones de igual utilidad entre las tasas de evaluacion y de crecimiento.

Vemos, pues, las posibles formas teóricas de las funciones de evaluación consideradas por Harris. La primera clase de ellas vendría representada por una función $v = v(g)$ descendente, cuyo máximo valor resulta para $g = o$ y siendo v positivo, hasta

llegar a cero para un cierto valor de g, cuando el crecimiento es tan vertiginoso que no se reparte ni un céntimo de los beneficios ganados. La segunda clase de ellas vendría representada por una función creciente partiendo de un valor positivo de v para g = o, pero a partir de un cierto valor de g se torna decreciente progresivamente hasta que la tasa de evaluación llega a anularse como en el otro tipo de funciones. (106)

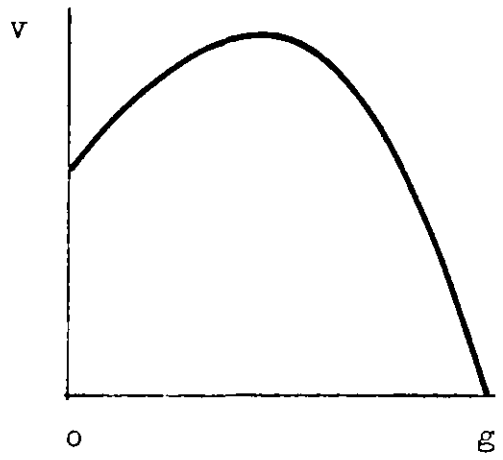
a) Función de evaluación decreciente para cualquier valor de g



Este sería el caso en el que los dirigentes optasen por reinvertir recursos procedentes de beneficios retenidos, dándose la circunstancia de que la tasa de rentabilidad esperada para los recursos propios adicionales fuera inferior a la tasa de capitalización demandada por los accionistas, es decir: $r' < k$. Una política expansiva de esta naturaleza perjudicaría a los capitalistas-propietarios, por lo que debería financiarse exclusivamente a través de autofinanciación (junto con recursos ajenos permanentes dado el supuesto de constancia del coeficiente de endeudamiento), ya que los inversores no estarían dispuestos a suscribir nuevas emisiones de acciones ante un panorama similar. Sin embargo, teóricamente, dada la superioridad de fuerzas del comité directivo esta política no tiene por qué descartarse, siempre que el límite

mínimo señalado para el take-over fuera inferior al valor de v para $g = o$, es decir, cuando $v > \bar{v}$ para $g = o$. De todas las maneras, es de todo punto inadmisible llegar al tope máximo de crecimiento para el que $v = o$, ya que antes estará situado el tope $\bar{v}$ que restringe la supuesta proclividad incontenible de los dirigentes.

b) Función de evaluación creciente-decreciente para la gama de valores de g



Este sería el caso en el que hasta llegar a determinadas tasas de crecimiento, la expansión consigue elevar el valor de mercado de las acciones. Las aspiraciones de los dirigentes pueden correr parejas con las de los capitalistas-propietarios para ciertos valores de la tasa de crecimiento. Para ello es preciso que las expectativas de rentabilidad para los recursos incorporados supere la tasa de capitalización exigida por los accionistas. En este caso, cabe una política de retención de beneficios, apelar a las ampliaciones de capital o a una combinación de ambas. A partir de la tasa de crecimiento que maximiza v, la propensión de los dirigentes a forzar el ritmo de expansión hace descender el valor de mercado de las acciones, entrando en colisión

con los intereses de los socios.(107) No obstante, cualquier solución de esta especie no puede descartarse por los motivos apuntados de la superioridad directiva. La restricción $\bar{v}$ acotará el campo sobre el que pueden negociar los dirigentes. El punto de equilibrio podrá situarse para cualquier valor de g correspondiente a los valores $v \geq \bar{v}$, de acuerdo con la forma que presenten las curvas de indiferencia que puedan trazarse combinando la utilidad proporcionada al consejo directivo por g y v.

La utilidad de los capitalistas-propietarios deriva exclusivamente a partir de la tasa neta de beneficios de los recursos propios r', de acuerdo con la hipótesis de maximización de los beneficios o a partir de la tasa de evaluación v, según la hipótesis reformada de maximización del valor de mercado de las acciones, tal como se ha visto en capítulos anteriores.

Estas dos posiciones no tenían por qué tener una fiel correspondencia, de tal manera que la tasa de crecimiento que maximiza la tasa de beneficios a largo plazo tuviera ser la misma que maximiza la tasa de evaluación.(108) Asimismo indicamos que la hipótesis reformada tenía mayores visos de verosimilitud en cuanto a la representación de los intereses de los capitalistas-propietarios. Simbólicamente, las funciones de utilidad de este estamento en las dos versiones reseñadas sería:

- Teoría tradicional de maximización de beneficios: $U = U(r')$

- Teoría financiera de maximización del valor de mercado de las acciones: $U = U(v)$

Marris sostiene, como se ha podido apreciar, la preeminencia de los dirigentes empresariales, formulando una función de utilidad directiva, en la que intervienen la variable g que representa la tasa de crecimiento y la variable v que representa

el valor de mercado de las acciones definido a través de una unidad de medida relativa que denomina tasa de evaluación.

- Teoría de Marris: $U = U(g,v)$ sabiendo que entre g y r' existe una relación funcional de carácter decreciente, motivada por las deseconomías producidas por un proceso expansivo demasiado apresurado, es decir: $r' = f'(g)$.

La existencia de dos variables en la función de utilidad directiva de Marris, obliga a considerar las posibles combinaciones entre estas dos variables, constituyendo el mapa de curvas de indiferencia que represente el orden de preferencias de los dirigentes, como si se tratase de dos bienes competitivos cualesquiera, pues el punto de equilibrio resultará de la incidencia de una de estas curvas con la función de evaluación - - - $v = v(g)$ que acaba de ser comentada, para los valores v no inferiores al importe de la restricción de seguridad establecida $\bar{v}$.

Marris establece las siguientes características en cuanto a la forma de la función de utilidad directiva: (109)

$$\frac{\partial U}{\partial g} > 0 \qquad y \qquad \frac{\partial U}{\partial v} > 0$$

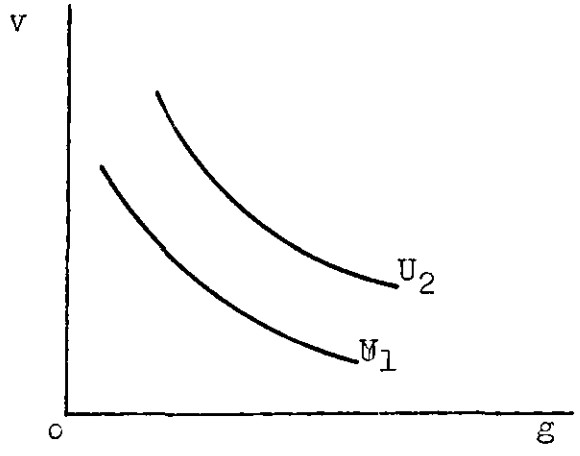
La utilidad de los dirigentes crece al aumentar la magnitud de cualesquiera de las dos variables.

$$\frac{\partial^2 U}{\partial g^2} < 0 \qquad y \qquad \frac{\partial^2 U}{\partial v^2} < 0$$

Las utilidades marginales parciales de g y v son decrecientes, lo que hace que las curvas de indiferencia tengan la forma convexa habitual. (110)

Esta es la forma general de la función de utilidad directiva, en la que g y v se comportan como dos bienes competitivos cualesquiera. Cada una de las variables por separado aporta utilidad marginal positiva a los dirigentes, con lo que es posible llegar a un determinado índice de utilidad a través de múltiples combinaciones de g y v, de tal manera que lo lógico es que exista una relación marginal de substitución finita y positiva semejante a la de los bienes competitivos.(111)

Así, pues, las curvas de indiferencia entre g y v, para la forma general de la función de utilidad directiva tendrán la disposición siguiente:



No obstante, Marris considera que, teóricamente, pueden existir otras varias formas de la función de utilidad directiva. En concreto, habla de dos formas particulares extremas: -- a) forma clásica; b) forma hiperdirectiva.

La forma clásica (112) supone un caso extremo de la función directiva, en la que los dirigentes empresariales defenderían, en el fondo, la primacía de los intereses de los capitalistas propietarios. Estos, como hemos dicho, desean maximizar el valor de mercado de sus acciones eligiendo para ello la tasa

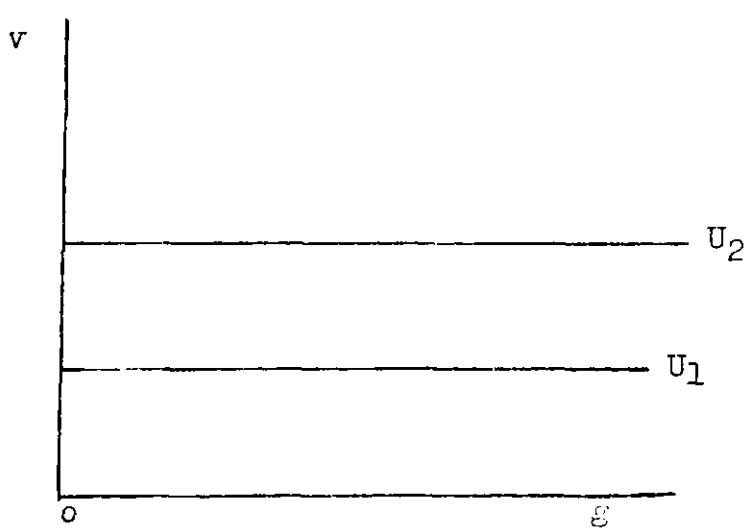
de crecimiento que garantiza la consecución del valor máximo para la tasa de evaluación. Por lo tanto, la utilidad solamente procede de v. Formalmente, se representaría así:

$$U = U(g, v)$$

$$\frac{\partial U}{\partial g} = 0 \qquad y \qquad \frac{\partial U}{\partial v} > 0$$

con lo que, en definitiva, la función de utilidad directiva auténtica sería: $U = U(v)$. Los dirigentes maximizarían, de hecho, la utilidad de los accionistas en vez de su propio esquema de -- preferencias.

Utilizando el lenguaje técnico, se diría que la relación marginal de substitución entre la tasa de evaluación y la tasa de crecimiento es nula, (113) es decir, que los dirigentes no estarían dispuestos a rebajar la tasa de evaluación en aras a percibir una tasa de expansión mayor, pues si lo hicieran su utilidad descendería. La finalidad exclusiva perseguida sería - elevar al máximo el valor de mercado de las acciones. Por consiguiente, las curvas de indiferencia tendrían forma horizontal:



Esta clase de función puede existir teóricamente en el

seno de la gran empresa, aunque la propiedad y el control se encuentren disociados radicalmente. Puede ser válida en épocas en las que, por cualquier motivo, la amenaza de una oferta pública de compra de acciones es bastante seria; entonces, los dirigentes deben posponer su propensión hacia el crecimiento, otorgando prioridad a la elevación del precio de mercado de las acciones, con el fín de asegurar su continuidad al frente de la firma. Esto no quiere decir que la compañía no se expansione durante estas etapas difíciles, sino tan sólo que la tasa de crecimiento adoptada es aquélla que permite maximizar v y no otra ni mayor ni menor. En resumen, la maximización de la cotización de los títulos será la meta principal, mientras que la política de crecimiento sería un instrumento o medio subordinado a la consecución de dicha meta.

Este modo de actuar de los dirigentes maximizaría tanto su función de utilidad privativa como la funcion de utilidad de sus accionistas. Marris advierte, sin embargo, que la función de utilidad directiva no tiene por qué ser idéntica, incluso en este caso, a la de los capitalistas-propietarios, pues aunque -- formalmente exista identidad entre ambas, sin embargo, los valores reales de la elasticidad de una y otra pueden diferir.

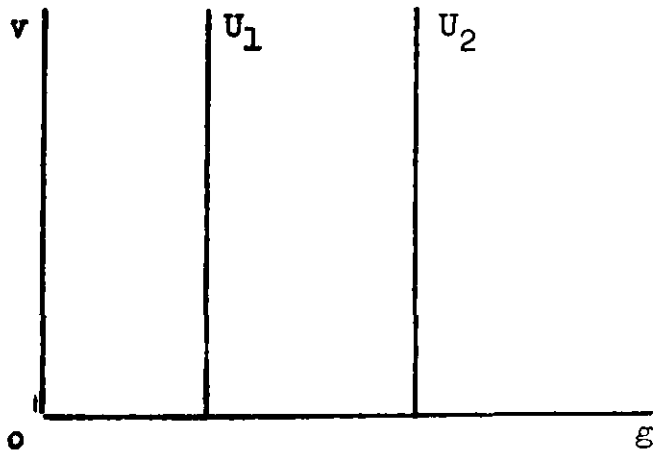
En la forma hiperdirectiva,(114) los dirigentes defienden a ultranza sus preferencias por el crecimiento, sin importarles para nada los efectos favorables o desfavorables que su proceder pudiera representar sobre la cotización de las acciones. No mostrarían ningún grado de lealtad hacia sus accionistas y - permanecerían impasibles ante el peligro del "take-over". Naturalmente, esta política sería una pura muestra de insensatez total por parte de los altos cargos, por lo que no puede tomarse en

consideración a efectos prácticos. Formalmente se representaría así:

$$\frac{\partial U}{\partial g} > 0 \qquad y \qquad \frac{\partial U}{\partial v} = 0$$

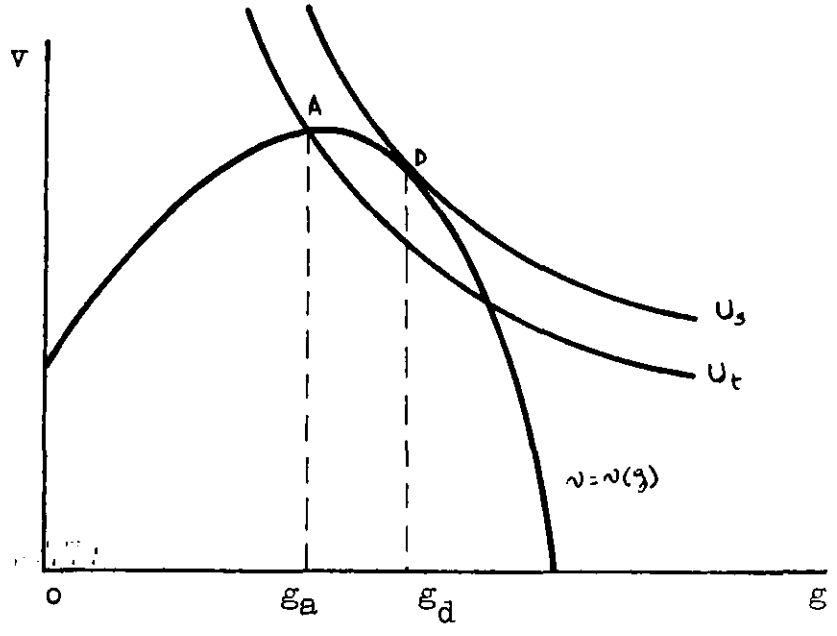
con lo que, en definitiva, la función de utilidad directiva sería: $U = U(g)$. Los dirigentes maximizarían su función de utilidad, representada exclusivamente por la tasa de crecimiento; todo lo demás no les importa. Elegirían la cotización de las acciones que resultase para el valor máximo de la tasa de crecimiento, por lo que, teóricamente, la política adoptada podría dar como resultado una cotización nula para los títulos, por lo que este caso extremo es inadmisible.

Técnicamente, se diría que la relación marginal de substitución entre v y g se hace infinita, es decir, los dirigentes no admitirían reducir el ritmo de desarrollo al objeto de aumentar la cotización de los títulos. Las curvas de indiferencia serían, por tanto, verticales:



Una vez conocidas la función de evaluación por un lado y la familia de las curvas de indiferencia por otro, la solución de equilibrio se establecería en el punto de tangencia de ambas. Gráficamente, podría representarse el equilibrio del modelo de -

Marris, suponiendo la forma normal convexa de las curvas de indiferencia y para la función de evaluación más general creciente-decreciente, de la siguiente manera:

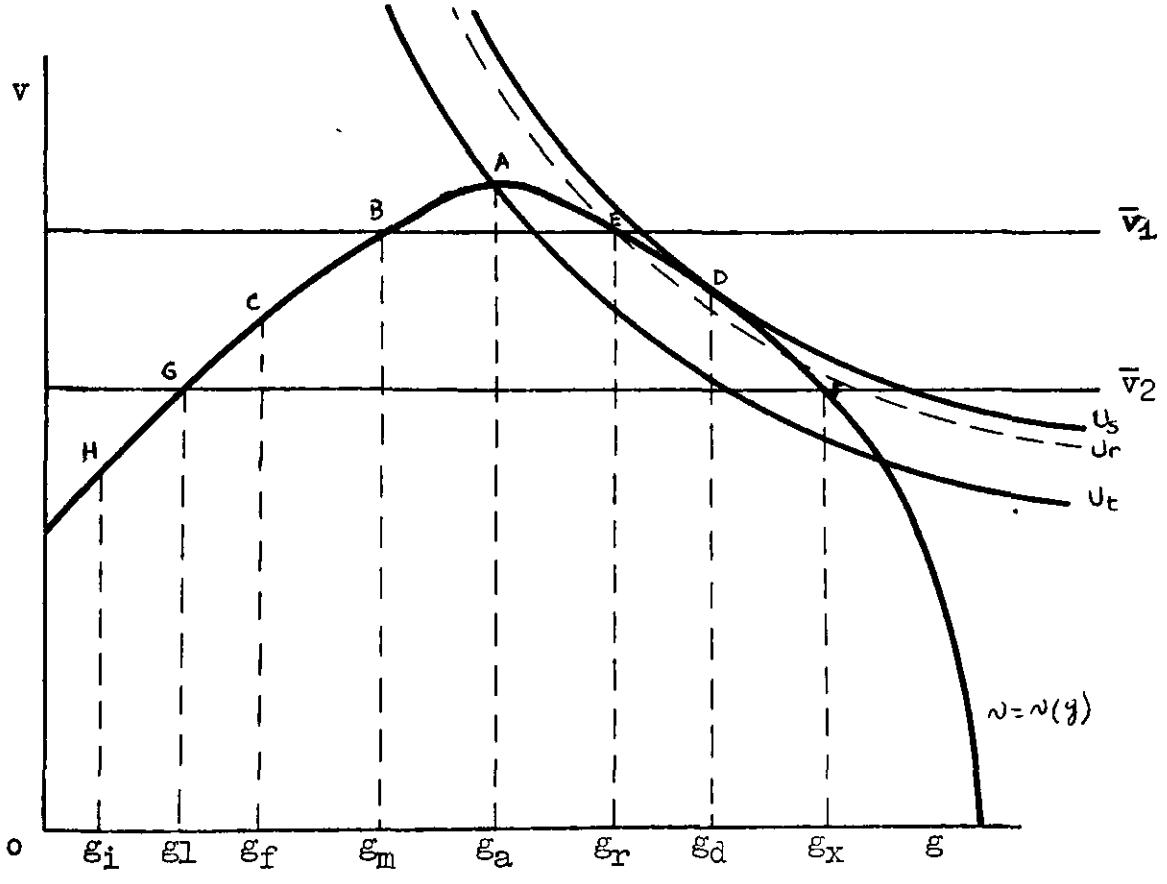


La figura nos muestra, las dos zonas de la función de evaluación. Para las tasas de expansión comprendidas entre o y g_a, el valor de mercado de las acciones crece, con lo cual tanto los dirigentes como los accionistas encuentran beneficioso el aumento del ritmo de desarrollo del negocio. La tasa de crecimiento que más interesa a los accionistas es precisamente o g_a, pues de esta manera conseguirían los cambios más favorables para sus títulos, medidos por la ordenada del punto A. Sin embargo, los dirigentes tenderán a forzar el ritmo de expansión, admitiendo unos cambios inferiores siempre que la utilidad recibida a través de incremento de la tasa de crecimiento supere a la que renuncia reduciendo las cotizaciones. Su tasa óptima de expansión equivaldrá a Oga, para la cual la tasa de evaluación asciende al importe de la ordenada del punto D, pues en ese punto incide tangencialmente la curva de indiferencia de superior índice de utilidad.

Puede asegurarse que la tasa de creci-

miento O g_a sea óptima desde el punto de vista de los dirigentes, ya que no sabemos si la tasa de evaluación Dg_a es superior o inferior al importe de la tasa de evaluación $\bar{v}$ que representa el -- punto mínimo de satisfacción de los accionistas, de tal manera -- que de no alcanzarse éste puede desencadenarse el malestar entre la masa de socios, con la consiguiente amenaza del take-over. En definitiva, los dirigentes deben prestar atención a que el proceso de expansión se haga en condiciones seguras.

En la figura que sigue, se ha introducido la restric-- ción mínima establecida, con lo cual todas las restricciones factibles tienen que ser del tipo $v \geq \bar{v}$



La restricción de la tasa de evaluación se ha fijado en dos niveles distintos $\bar{v}_1$ y $\bar{v}_2$. Consideremos, en primer término, que la tasa de evaluación mínima alcanza el valor $\bar{v}_1$. El área de las soluciones factibles se encuentra comprendida entre los puntos

BE, es decir, entre las tasas de crecimiento g_m y g_r. Para una tasa de crecimiento inferior a g_m, tal como la g_f correspondiente al punto C de la función de evaluación, la compañía se encuentra en trance de pasar a otras manos, con lo que los dirigentes se verán compelidos a forzar el ritmo de desarrollo para no poner en peligro sus cargos. La tasa g_m representa el crecimiento mínimo de supervivencia, mientras que g_r representa el ritmo máximo, toda vez que si se continuara forzando la velocidad la tasa de evaluación de nuevo caería por debajo del nivel mínimo de seguridad. Las tasas g_a y g_d representan como antes las tasas preferidas por los accionistas y por los dirigentes respectivamente. Como puede apreciarse, los dirigentes se verían obligados a abandonar sus pretensiones de un ritmo más vivo que g_r. La maximización de su función de utilidad condicionada a que $v \geq \bar{v}_1$ les obligaría a situarse en el punto E, por el que pasa una curva de indiferencia U_r indicativa de la máxima utilidad que es posible alcanzar. Ahora bien, si en vez de considerar que la restricción se eleva a $\bar{v}_1$ ésta asciende a $\bar{v}_2$, naturalmente el área de las soluciones posibles se agrandaría, abarcando el espacio GF; en este supuesto H equivaldría a C, G a B y F a E del supuesto precedente. Sin embargo, la peculiaridad de este supuesto estriba en que el punto D que representaba la utilidad máxima de los dirigentes, se halla situado por encima de $\bar{v}_2$, con lo cual la solución de equilibrio seguiría correspondiente a las coordenadas del punto D, lo que indicaría que los dirigentes prefieren refrenar su ritmo expansivo, en aras a disfrutar de un mayor margen de superioridad, o bien, porque su lealtad hacia los accionistas les mueve a no estrujar al máximo las concesiones reconocidas a éstos o por cualquier otro motivo.

Marris considera, sin embargo, que el comportamiento

más probable de los dirigentes se caracteriza por llevar al maximo la tasa de crecimiento hasta que choca con la restricción mínima de la tasa de evaluación con independencia de la forma que pudieran presentar las hipotéticas curvas de indiferencia que pudieran construirse entre g y v. Es decir, la solución de equilibrio más probable desde el punto de vista de los dirigentes respondería precisamente a estas características:

Función-objetivo	Max	$U = U(g,v)$
Restricción		$v(g) = \bar{v}$

Por tanto, v adquiere el carácter de parámetro en la solución, con lo que, en definitiva, se trataría de hallar el mayor valor de g dentro del área de las soluciones factibles. En concreto, para los niveles de la restricción representados en la figura anterior $\bar{v}_1$ y $\bar{v}_2$, los puntos de equilibrio corresponderían respectivamente a E y F.

Para justificar esta última postura, Marris acude al concepto de función de utilidad "lexicográfica"(115). En este tipo de funciones, se supone que existen niveles de saturación para todas las variables menos para una y asimismo se establece un órden de prioridad en cuanto a los niveles de saturación, considerando que la variable que no tiene señalado nivel de saturación es la última de la escala de preferencias del decisor. Pues bien, aplicado este artificio conceptual a la función de utilidad directiva, ello equivaldría a establecer, en primer término un órden de prioridad entre v y g. Marris sostiene que v tiene prioridad sobre g, lo que equivale a decir que el crecimiento tiene que ser seguro. Entonces, v tiene un nivel de saturación representado por $\bar{v}$. Si ninguna de las políticas de expansión factibles per

mite: alcanzar el valor de $\bar{v}$, en ese caso, los dirigentes escogerían aquélla cuya diferencia fuera menor. Si, por el contrario, existen varias políticas que alcanzan o rebasan el valor de $\bar{v}$, los dirigentes escogen aquélla que represente la máxima tasa de expansión.(116) Formalmente, Marris representa el procedimiento operativo que sugiere la función de utilidad lexicográfica de la siguiente manera: (117)

- Componentes de la función de utilidad directiva

$$U_1 = U_1 (v)$$

$$U_2 = U_2 (g)$$

$$U = U_1 + U_2$$

- Alternativas y procedimiento de actuación

a) $v < \bar{v}$ $\quad \frac{\partial U_1}{\partial v} > o \qquad y \qquad \frac{\partial U_2}{\partial g} = o$

se elige la tasa de crecimiento correspondiente al mayor valor de v de la función de evaluación.

b) $v \geq \bar{v}$ $\quad \frac{\partial U_1}{\partial v} = o \qquad y \qquad \frac{\partial U_2}{\partial g} > o$

se elige la tasa de crecimiento máxima de todos los puntos de la función de evaluación que satisfacen la condición establecida.

10,3,1,2.- Exposición analítica del modelo.-

Marris, como venimos viendo propugna como finalidad global, permanente y última de la gran empresa la maximización de la función de utilidad directiva referida a un horizonte temporal. Esta función queda indentificada a través de dos varia--

bles: tasa de crecimiento de los recursos financieros, que actúa como función-objetivo, y tasa de evaluación de las acciones, que actúa a modo de restricción, representando el factor seguridad a que debe ceñirse el ritmo de expansión deseado por los dirigentes profesionales.

El capítulo de la política financiera presenta, por consiguiente, un interés inusitado dentro de la teoría del crecimiento seguro formulado por dicho autor.

En este sentido, las cuestiones de mayor relevancia que hay que desvelar para poder pasar a exponer analíticamente la función de evaluación (fórmula de valoración de mercado de las acciones) son las siguientes:

a) Determinación de la distribución de la cifra de beneficios.

b) Determinación de la composición y volumen de los recursos financieros captados del exterior.

Como es lógico, la resolución de estos pormenores debe realizarse de forma conjunta, para lo cual es preciso definir un coeficiente de endeudamiento deseado que va a mantenerse inalterado a lo largo de todo el proceso de expansión, así como una proporción deseada que deben guardar los recursos financieros provenientes de beneficios retenidos con respe to a la emisión de activos financieros (acciones y obligaciones).

Como punto de partida supondremos resueltos estos extremos, prescindiendo de si esta elección tiene lugar en un contexto de mercado de capitales perfecto o imperfecto. Asímismo se pasa por alto las posibles interrelaciones que podrían existir -

entre las distintas variables que definen la estructura financiera. Marris, en su modelo de crecimiento financiero constante de base gerencial, no pretende determinar la composición de beneficios obtenidos, emisión de acciones y contratación de préstamos que podría maximizar el volumen de recursos financieros permanentes que alimentan el proceso de crecimiento de la gran compañía, (118) sino que parte de un coeficiente de endeudamiento deseado tratando de determinar la tasa de expansión común de los componentes de la estructura financiera que permitirá maximizar el ritmo de crecimiento sin vulnerar un nivel de seguridad, suponiendo -- que la tasa de expansión óptima que resulte debe garantizar la -- obtención permanente de una tasa de rentabilidad deseada para los recursos financieros propios empleados y teniendo en cuenta que - existe una determinada relación funcional entre la tasa de rentabilidad y la tasa de expansión.

Dado que el nivel de seguridad se fija en relación con la tasa de evaluación de las acciones, será preciso conocer la expresión de ésta, ya suponiendo que la financiación del crecimiento puede hacerse a través de beneficios retenidos exclusivamente, o bien dando entrada a los recursos procedentes de la emisión de nuevas acciones, dado que la tasa de expansión óptima buscada puede realizarse de una forma u otra.

I) Función de evaluación para el crecimiento con retención de beneficios exclusivamente.

Dando por sentada la resolución en un determinado sentido de la composición de la estructura financiera que debe observarse a lo largo de todo el proceso de crecimiento a tasa constante, lo primero que hay que establecer es una hipótesis de reacción del mercado bursátil en cuanto a la valoración de las acciones, ante [illegible] ansión adoptada por el consejo direc-

tivo.

Inicialmente, Marris supone que el mercado bursátil aprecia correctamente las implicaciones de la política de los dirigentes, es decir, supone que el valor de mercado de las acciones recoge perfectamente la incidencia teórica de la conducta seguida. En definitiva, acepta el régimen de certeza (119) con lo cual, dadas las condiciones iniciales de partida con respecto a los recursos financieros propios K_o, y una tasa de beneficio declarado r' y una tasa de crecimiento constante deseado g, queda determinada la tasa de retención de beneficios constante $b = g/r'$ (120) y, por lo tanto, el dividendo inicial y la serie de dividendos futuros esperados, el aumento de los recursos financieros externos y, por último, el precio de mercado de las acciones. Pues bien, se supone que el mercado bursátil valora las acciones solamente a través de estos datos que le son perfectamente conocidos, sin intervención de ningún otro factor de naturaleza especulativa. De manera que definiendo, g o b todas las demás variables del proceso quedan determinadas.

En estas condiciones, la valoracion de las acciones de una compañía que crece indefinidamente a la tasa exponencial g, financiando el crecimiento a través de beneficios retenidos exclusivamente, equivaldrá al valor actual de una corriente ilimitada de dividendos, cuyo primer término es D_1 y cuyos términos siguientes crecen a la tasa exponencial g. Por consiguiente:

$$V_k = D_1 \cdot \frac{1}{k-g_b} = D_1 . Y(g_b) \quad [4] \qquad \text{para } g_b < k \quad (121)$$

teniendo en cuenta que: $D_1 = r'K_o(1-b)$, substituyendo en [4] y dividiendo por K_o se llega a la conocida fórmula de la tasa de evaluación:

$$v = (r'-r'b) \cdot Y(g_b) \qquad [5]$$

y teniendo en cuenta la función de crecimiento-rentabilidad de carácter decreciente r'=r'(g) y que r'b constituye la tasa de expansión se llega a esta expresión:

$$v = \frac{r'(g_b) - g_b}{k - g_b} = D(g_b) \cdot Y(g_b) \qquad [6]$$

y por ser $g_b = g$ la [6] podría ponerse así: $v=r'(g)-g/k-g=D(g).Y(g)$

La función Y(g) representa el valor actual de una corriente ilimitada de dividendos, cuyo primer término es la unidad y con crecimiento exponencial a la tasa g. Como puede observarse g actúa a modo de tasa de descuento negativa, de tal manera que $dY/dg > o$ y $d^2Y/dg^2 > o$, es decir, la relación crece de forma más que proporcional, pero siempre tendrá un valor finito, dado que se parte del supuesto $g < k$.

II) Función de evaluación para el crecimiento con retención de beneficios y emisión de nuevas acciones.

En este caso, la tasa de crecimiento g es financiada conjuntamente mediante beneficios retenidos g_b y mediante emisión de acciones g_s. Por consiguiente, los recursos procedentes de beneficios retenidos deben ser inferiores a los del caso anterior, ya que en este supuesto una parte de la tasa g viene financiada a través de la colocación de acciones. Si se supone que las nuevas acciones se colocan al precio teórico de mercado, la financiación procedente de beneficios retenidos r'b equivaldría al total de los recursos necesarios para financiar la tasa de expansión g menos la parte captada a través de la colocación de acciones que ascenderá a $g_s v$. Globalmente puede establecerse esta expresión representativa de los recursos propios:

$$gK_o - g_s V_k = r'K_o b$$

y dividiendo por Ko resulta:

$$g - g_s v = r'b = g_b$$

Queda por determinar el valor global de la compañía en el origen - V_K y la tasa de evaluación en la misma fecha $v = V_K/K_o$. El valor - global de mercado de la empresa en el origen será igual al valor - actual de una serie ilimitada de dividendos que aumentan exponencialmente a la tasa g, menos el valor actual de las sumas obtenidas mediante la colocación de nuevas acciones. Esta segunda partida - forma una corriente ilimitada, cuyo primer miembro es $g_s V_K$ y los - sucesivos $g_s V_{K1}$, $g_s V_{K2}$, ..., $g_s V_{K_n}$. Hay que tener en cuenta que - en el modelo de crecimiento constante, el valor de mercado de la - empresa crece exponencialmente a la tasa g, ya que los dividendos crecen a la misma tasa de acuerdo con los supuestos de partida, es decir, $V_{Kt} = V_{K_{t-1}}(1+g)$. Nos encontramos con la siguiente expre--- sión:

$$V_k = \frac{D_1}{k-g} - \lim_{n\to\infty}\left[\frac{g_s V_K}{1+k} + \frac{g_s V_K(1+g)}{(1+k)^2} + \ldots\ldots + \frac{g_s V_K(1+g)^{n-1}}{(1+k)^n}\right]$$

$$V_k = \frac{D_1}{k-g} - \frac{g_s V_K}{(1+k)}\lim_{n\to\infty}\left[1 + \frac{(1+g)}{(1+k)} + \frac{(1+g)^2}{(1+k)^2} + \ldots + \frac{(1+g)^{n-1}}{(1+k)^{n-1}}\right]$$

sumando el segundo componente queda:

$$V_k = \frac{D_1}{k-g} - \frac{g_s V_k}{k-g}$$

y substituyendo D_1 por su expresión y dividiendo por K_o

$$\frac{V_K}{K_o} = v = \frac{r'-r'b}{k-g} - \frac{g_s v}{k-g} = \frac{r'-(r'b+g_s v)}{k-g} = \frac{r'-g}{k-g} = \frac{r'(g)-g}{k-g} =$$

$$= D(g).Y(g) \qquad [6']$$

Como puede apreciarse [6] y [6'] son enteramente equivalentes. De ello se deduce que en ambiente de certeza, con mercados de capitales perfectos y en ausencia de discriminación fiscal y de costes de transacción, la tasa de evaluación de las acciones es independiente de la fórmula financiera elegida en cuanto a la cobertura de los fondos propios. En consecuencia, la tasa de expansión -- máxima compatible con un cierto nivel de seguridad de la tasa de - evaluación sería independiente de si se emiten o no acciones para financiar el aumento de los recursos financieros propios, contando con que el coeficiente de endeudamiento ha sido fijado de antemano. Por consiguiente, tanto da inferir la forma de la función de evaluación partiendo de la financiación a base de beneficios retenidos, a base de emisión de acciones o mediante una determinada combina-- ción de ambos procedimientos.(122)

Como es natural, los supuestos de certeza, mercados de - capitales perfectos y ausencia de discriminación fiscal que son -- los que justifican la indiferencia de la fórmula financiera elegida en cuanto a la determinación de la tasa de expansión de equilibrio, tanto para la solución clásica, como para la solución gerencial, son excesivamente frágiles dado que el mundo real no cumple estas condiciones, sino por el contrario impera la incertidumbre, las imperfecciones en los mercados de capitales, existe normalmente discriminación fiscal en cuanto a la tributación de los dividendos y de las ganancias de capital, aparte de existir costes de --- transaccion desiguales respecto a la retención de beneficios y la emisión de acciones, por todo lo cual la pretendida neutralidad - de la fórmula financiera es indefendible en la práctica.(123)

Del lado de los accionistas es difícil predecir en qué - medida prefieren el reparto de dividendos a la acumulación de és-- tos en el negocio que, lógicamente, se traducirá en ganancias de ca-

pital, al menos, en cierta proporción. Hay que tener presente la enorme heterogeneidad de personas que forman el cuerpo de accionistas de una gran compañía, por lo que las funciones de utilidad individuales serán de muy variado signo.(124) Por consiguiente, no resulta fácil señalar qué pretensión predomina dentro del esquema de preferencias de los accionistas.(125) En general, cabe pensar que cuando las leyes fiscales gravan con menos intensidad las ganancias de capital que la renta de los dividendos, --- cuando la incertidumbre no es excesiva, cuando los títulos tienen una fuerte demanda, etc. los accionistas tendrán menos inconveniente en aceptar una política de retención de beneficios fuerte que cuando los supuestos planteados sean de distinto signo. - De cualquier forma, habrá un límite mínimo de pago de dividendos inesquivable, establecido ya por la práctica de la propia compañía, ya por el medio ambiente, etc. Cumplido este mínimo habitual, puede sostenerse, casi a ciencia cierta, que los accionistas permanecerán en calma, por lo que el resto será la contribución de los beneficios retenidos a la financiación de la tasa de expansión - programada. Así, pues, ante una situación en la que los accionistas apenas tienen medios para imponer sus preferencias, los dividendos constituirán prácticamente un pago fijo, por lo que el resto hasta la totalidad de los beneficios netos declarados constituirá una contribución residual y cuasi determinada a la financiación del proceso de expansion.(126) Si se tiene en cuenta que la gran compañía plantea su política de precios en aras a obtener - una tasa satisfactoria de rentabilidad y que además su política - de dividendos tiende a estabilizarse en torno a un nivel de concordia, puede decirse que la aportación de los beneficios retenidos a la cobertura del crecimiento planeado queda automáticamente prescrita.

Del lado de los dirigentes tampoco existe la pretendida neutralidad financiera entre autofinanciación y emisión de acciones. El deseo de independencia hace que los dirigentes prefieran la financiación interna a la externa en términos generales. Por diferentes motivos, preferirán retener beneficios a repartir dividendos y emitir a cambio mayor número de acciones: menos presión financiera futura en cuanto al pago de dividendos, menores costes de transacción, menor volumen de títulos en circulación, etc. --- Ahora bien, frente a este deseo preferente no queda más remedio que reconocer un dividendo satisfactorio a los accionistas, según se acaba de comentar, para evitar la desaprobación del mercado bursátil que se traduciría en una caída alarmante de las cotizaciones con el consiguiente riesgo de aparición del "take-over". Puede haber, por último, un factor positivo que induzca a los dirigentes a elevar los dividendos, a expensas de una menor contribución de la autofinanciación al proceso de expansión, cuando a consecuencia de la elevación de los dividendos se crea un clima favorable en el mercado bursátil que hace posible la emisión simultánea de un mayor volumen de acciones o del mismo número pero a precios superiores, de tal manera que el sacrificio marginal de beneficios retenidos queda sobrepasado por la contribución marginal de las acciones emitidas. (127) No obstante, este mecanismo puede actuar dentro de ciertos límites, pues por una parte la aportación neta tenderá a ser decreciente a partir de cierto nivel de los dividendos e igualmente los dirigentes preferirán interrumpir el ejercicio de esta medida, aun cuando se encontrase en niveles de aportación neta positiva, ya porque no interesa crear un precedente de dividendos excesivamente elevados, ya porque los recursos financieros captados podrían rebasar las posibilidades inmediatas de inversión rentable, etc.

Dentro del sector de las grandes compañías, la contribución de facto de los beneficios retenidos a la financiación del crecimiento suele representar una proporcion bastante mayor que la contribución dimanante de la emision de acciones, lo que constituye una prueba palpable de que la supuesta neutralidad de la fórmula financiera de hecho no es entendida así por la práctica de las grandes organizaciones. A mayor abundamiento, suele ser normal que estas compañías no sólo financian una gran parte de su crecimiento a través de beneficios retenidos, sino que también tienen una tendencia clara a mantener estabilizada la proporción entre las distintas procedencias de los recursos financieros.(128)

Como consecuencia de la preferencia directiva hacia la financiación del crecimiento a través de beneficios retenidos, amén de la proverbial indefensión de la masa de accionistas de las grandes compañías, es posible que se acometan nuevos proyectos de capital que no proporcionen siquiera la tasa de capitalización deseada por los capitalistas-propietarios. Dicho en otros términos más técnicos, comoquiera que el coste de capital de los beneficios retenidos es distinto de la tasa de capitalización requerida por los accionistas pueden acometerse proyectos cuya tasa de rentabilidad neta declarada sea inferior al coste de oportunidad de los accionistas.(129) No obstante, existirá un freno lógico a esta posible inclinación de los dirigentes, ya que optar en exceso por esta política produciría una caída en la tasa de evaluación, con el consiguiente riesgo para aquéllos.

Es innegable, sin embargo, la preferencia gerencial hacia los recursos financieros procedentes de la autofinanciación, por lo que puede lanzarse la hipótesis de que la compañía controlada por el consejo directivo tenderá a retener mayores beneficios que la que pretende defender por encima de todo los intereses de

los capitalistas-propietarios. En otras palabras, la empresa de inspiracion neoclásica, que pretenderá supuestamente maximizar sus beneficios o maximizar el valor de mercado de sus acciones, pagará más dividendos y, en consecuencia, creceerá a un ritmo inferior al de la compañía de inspiración gerencial, la cual pagará menos dividendos y, en definitiva, crecerá a un ritmo más rápido.(130)

Sin embargo, en el contexto del análisis de Marris del crecimiento constante indefinido, no existe una combinacion óptima entre recursos procedentes de beneficios retenidos y recursos captados mediante la emisión de acciones, siempre observando los supuestos comentados. Los recursos de una procedencia y otra son intercambiables y afectan por igual a la tasa de evaluación. Hay un tope máximo de recursos financieros posibles para el crecimiento a largo plazo, límite que viene determinado por la tasa de rentabilidad neta declarada si $r' < k$, o bien, por la tasa de descuento aplicada si $r' > k$, ya que de lo contrario la tasa de evaluación de la compañía sería nula o infinita respectivamente, situaciones ambas que quedan descartadas por razones obvias. Actuando dentro de estos límites, cualquier combinación entre autofinanciación y emisión de acciones tiene una repercusión análoga sobre la tasa de evaluación.(131) De todas las maneras, es innegable que el atractivo hacia la retención de beneficios tiene que ser fuerte, aunque no repercutiese de modo distinto en la tasa de evaluación en relación con la emision de acciones, aunque nada más sea que por la independencia buscada por los dirigentes con respecto al mercado de capitales.

Volviendo a la neutralidad de la combinación financiera de los recursos propios sobre la tasa de evaluación, no cabe duda de que el análisis de la función de evaluación se simplifica con-

considerando que el crecimiento se financia exclusivamente a base de beneficios retenidos. En lo sucesivo, utilizaremos esta premisa para abordar el análisis del modelo de Marris.

Así, pues, en las condiciones expuestas, la tasa de evaluación es únicamente funcion de la tasa de crecimiento, por intermedio de la función r'(g) que es la que, en definitiva, determina la forma de la función de evaluación v(g). Al elegir la tasa de ese aumento g, se elige un determinado valor de la función de evaluación; por su parte, la tasa de rentabilidad neta declarada r' que se elija para mantener constante a lo largo de todo el proceso de crecimiento se asocia con un valor de g, con lo cual queda determinada la tasa de retención necesaria y la tasa de emisión de acciones, de acuerdo con la proporción que se desee conservar entre estas dos fuentes financieras.

Por otro lado, al considerar que la tasa de descuento k cae fuera del control de los dirigentes, haciendo abstracción de su carácter de variable exógena o endógena, pero siempre suponiendo que $g < k$, resulta que la forma de la función de evaluación dependerá de la función de crecimiento-rentabilidad r'=r'(g)

Como hemos visto, Marris supone que para una tasa de crecimiento nulo, la tasa de rentabilidad será pequeña, es decir, se trabaja con productos cuya demanda está al borde de la saturación, existe poca capacidad innovadora, la diversificación es lenta, etc. Para una tasa de crecimiento positiva no muy elevada, la tasa de rentabilidad puede crecer más que proporcionalmente, es decir, se puede explotar cierto poder de monopolio transitorio de los productos que va lanzando la empresa gracias a su innovación y diversificación constantes, la dirección aumenta su eficiencia para este ritmo de expansión digerible, etc. Finalmente, cuando -

se fuerza el ritmo, la tasa de rentabilidad se viene abajo porque los costes de expansión devoran los recursos financieros disponibles para el crecimiento. Sin embargo, para demostrar analíticamente la forma de la función de evaluación, considera que trabajar con esta función de rentabilidad-crecimiento representa una complicación innecesaria y prefiere efectuar su análisis considerando que esta función es decreciente en todos sus puntos:

$$\frac{\partial r'}{\partial g} < o \quad y \quad \frac{\partial^2 r'}{\partial g^2} < o$$

Volviendo a la expresion $v(g)=D(g).Y(g)$, se considera la función de rentabilidad-crecimiento dentro de una función más general $D(g) = r'(g) - g$, con lo cual la función de evaluacion $v(g)$ puede deducirse a partir de las características de $D(g)$ e $Y(g)$.

Consideraremos, en primer término, las características de $D(g)$. De acuerdo con el supuesto decrecimiento de la función $r'(g)$ resulta que la expresion $[r'(g)-g]$ decrece al aumentar g. Analíticamente: $\frac{dD}{dg} = \frac{dr'}{dg} - 1$, cuyo valor es negativo admitiendo que $\frac{dr'}{dg} < o$, al menos para los valores de g que merecen ser tenidos en cuenta. Si $D'(g)$ es decreciente llegará un momento en que el valor de la función sea nulo, con lo cual $v(g)=o$. Vemos cómo existe un tope máximo absoluto a la tasa de expansión ya que v no puede ser negativa; este tope máximo ocurre cuando $r'=g$, es decir, la empresa no puede bajo ningún concepto crecer constantemente a un ritmo superior a su tasa de rentabilidad neta declarada. Como es natural, si la financiación del crecimiento se efectúa exclusivamente a través de beneficios retenidos, la deducción resulta obvia, pero también actúa este límite para el caso de emisión de acciones por las razones expuestas, dentro de los supuestos manejados hasta ahora.

En cuanto a las características de Y(g) ya ha quedado - dicho que para el supuesto de $g < k$, $Y'(g)$ resultará siempre positiva. Analíticamente: $\frac{dY}{dg} = \frac{1}{(k-g)^2} > 0$

Calculando la derivada de la función de evaluación en-- contraremos conjugados ambos resultados:

$$\frac{dv}{dg} = \frac{dD}{dg} \; Y(g) + \frac{dY}{dg} \; D(g) \qquad [7]$$

expresión que puede ser positiva o negativa, según que el primer componente negativo del segundo miembro sea inferior o superior - respectivamente al segundo componente positivo. De manera que la función de evaluación puede tener un máximo que, en un caso, puede corresponderse con el valor g=o y, en el caso más general, su punto máximo estará situado para un valor positivo de la tasa de crecimiento. De cualquier forma, la función de evaluación se anulará para r'=g, pues en ese caso los accionistas no percibirían - ningún dividendo con carácter indefinido, con lo que la reacción del mercado bursátil haría hacer perder todo su valor a las acciones cuyas perspectivas fueran de tal naturaleza. Vemos pues probadas analíticamente las dos formas posibles de la función de eva-- luación anteriormente expuestas.

La tasa de expansión óptima desde el punto de vista de los capitalistas-propietarios es aquélla que logra maximizar la fun-- ción de evaluación. Por consiguiente, igualando a cero la [7] se llega al siguiente resultado:

$$-\frac{\frac{dD}{dg}}{D(g)} = \frac{\frac{dY}{dg}}{Y(g)} \qquad [8]$$

La ley de equilibrio requiere que la elasticidad relati-

va de la función general del dividendo definida en términos negativos iguale la elasticidad relativa de la función del valor actual del dividendo unitario en crecimiento. En resumen, que la reducción marginal del dividendo corriente al aumentar marginalmente la tasa de expansión se corresponda exactamente con el incremento experimentado por el valor actual de la corriente unitaria de dividendos esperados, o sea, que la pérdida de dividendos presentes al forzar el ritmo de expansión sea recuperada íntegramente por el valor actual de los dividendos futuros mayores que permitirá una tasa de crecimiento más viva.

Substituyendo los términos de la [8] por sus respectivos valores se obtiene:

$$-\frac{\frac{dr'}{dg} - 1}{r'(g)-g} = \frac{\frac{1}{(k-g)^2}}{\frac{1}{(k-g)}}$$

$$1 - \frac{dr'}{dg} = \frac{r'(g)-g}{k-g}$$

$$\left[1 - \frac{dr'}{dg}\right] k - r'(g) = g\left[1 - \frac{dr'}{dg}\right] - g$$

$$g = k + \frac{r'(g)-k}{\frac{dr'}{dg}}$$

y comoquiera que se parte del supuesto $k > g$ tiene que ocurrir que:

$$\frac{r'(g)-k}{\frac{dr'}{dg}} < 0$$

lo cual implica las dos posibilidades teóricas que siguen:

a) $r'(g) > k$ y $\frac{dr'}{dg} < 0$

La tasa de rentabilidad en el punto de equilibrio es -- máxima, pero cualquier tasa de expansión hace descender la tasa - de evaluación, ya que decrece la tasa de rentabilidad neta declarada. Estamos en presencia de la función de crecimiento-rentabilidad descendente para toda la gama de valores de g, por lo que la solucion más favorable para los accionistas es $g = o$. Para $g = o$ resulta la siguiente equivalencia:

$$- \frac{dr'}{dg} = \frac{r'}{k} - 1$$

lo que viene a decir que la tasa de crecimiento sería nula en la solución clásica, cuando la tasa de exceso de la rentabilidad neta declarada sobre la tasa de descuento quedase bonada para cualquier tasa de expansión por pequeña que ésta fuera.

b) $r'(g) < k$ y $\frac{dr'}{dg} > o$

La tasa de rentabilidad en el punto de equilibrio no es máxima, ya que podría mejorarse elevando la tasa de expansión. -- Sin embargo, la tasa de evaluación ha alcanzado su cota máxima, - aunque la tasa de rentabilidad no haya alcanzado en dicho punto - su valor máximo. La explicacion de este aparente contrasentido radica en la hipótesis introducida para que la tasa de evaluación - tenga que tener un valor finito, puesto que si la función de crecimiento-rentabilidad presentase valores marginales positivos para valores de g cercanos a r', el único modo de contener la expansión sería cuando $r'(g) < k$, pues de lo contrario se alcanzaría - antes una tasa de evaluación infinita que la de importe nulo, contradiciendo los supuestos de partida. Hay que entender, por tanto, que una tasa de expansión superior a la que maximiza la tasa de -- evaluación puede teóricamente reportar una tasa de rentabilidad neta declarada mayor. Dicho en otros términos, puede ocurrir que la

tasa [illegible] a la que aspiran los dirigentes no sólo sea superior a la que aspiran los accionistas, sino que a la vez puede proporcionar incluso una tasa de rentabilidad superior.

Marris infiere algunas características de la posición de equilibrio de la solución preferida por los accionistas. Estima que en el caso del equilibrio parcial de la compañía, la elasticidad relativa de la función del valor actual puede considerarse dada para un determinado valor de g, ya que k tiene la condición de parámetro, con lo cual para que la tasa de expansión óptima calculada varíe ante un cambio de las condiciones externas que afectan a k tiene que existir un cambio paralelo en la elasticidad relativa de la función general del dividendo que hemos representado por el cociente $\left[\frac{dr'}{dg} - 1\right] / r'(g) - g$. Así, cualquier incremento de la tasa de rentabilidad r' para un valor dado de g, debido por ejemplo a una mayor efectividad de los costes de expansión, menores impuestos, mayor productividad, etc. producirá un incremento de la tasa de expansion óptima perseguida por los accionistas. (132)

En lo que respecta al modelo de inspiración gerencial, la tasa de expansión óptima g debe establecerse en relación con un determinado valor de la variable v que no tiene por qué ser máximo sino satisfactorio $\bar{v}$. Tal como vimos para la modalidad lexicográfica del equilibrio, que es la forma más plausible del equilibrio gerencial en opinión de Marris, la tasa de expansión óptima se fija para el valor de g para el cual $v(g)=\bar{v}$. Si el máximo de $v(g) \leq \bar{v}$, las tasas de expansión de los accionistas y de los dirigentes serían idénticas, mientras que si max. $v(g) > \bar{v}$, la tasa de expansión de los dirigentes sería necesariamente mayor.

compañías modernas. Por lo tanto, las políticas de cara al crecimiento no deben ser ni las más favorables bajo las perspectivas de la gerencia, ni las más ventajosas tampoco bajo las perspectivas de los accionistas, sino que el equilibrio se consigue mediante una transacción típica entre ambos extremos. (87)

La formulación teórica de Marris a la hora de buscar una solucion operativa precisa lanzar una determinada hipótesis sobre la forma del crecimiento y su engarce con la teoría de la valoración de las acciones que se quiera postular, con el fín de establecer una determinada relación funcional entre la tasa de evaluación y la tasa de crecimiento: v $\mathbf{v}(g)$ (función de evaluacion).(88) Una vez establecida la función de evaluación, las curvas de indiferencia teóricas entre g y v que son las que definen la utilidad del consejo directivo establecerán, en el punto de tangencia con dicha función, la solución de equilibrio capaz de maximizar la utilidad de dicho estamento.

En lo relativo a la función de evaluación, Marris lanza la hipótesis del crecimiento constante, según la cual contando con los datos de partida de las diferentes variables instrumentales, la elección por parte del comité directivo de una determinada tasa de expansión de los recursos financieros propios hace que todas las magnitudes absolutas se espera crezcan en el futuro al mismo ritmo que los referidos recursos, a menos que se llegase a cambiar sustancialmente la política adoptada, que variase el medio ambiente o ambas cosas a la vez. Así mismo, la hipótesis de crecimiento constante implica la permanencia de los principales ratios o coeficientes que existen en el momento en el que se proyecta el crecimiento. (89)

Esto quiere decir que el comité directivo tiene que elegir una determinada tasa de crecimiento, entre múltiples opciones

consta de la función del dividendo $D(g) = r'(g) - g$ y de la función del valor actual del dividendo unitario en crecimiento $Y(g) = 1/k-g$. Pues bien, si se considera $D(g)$ una función lineal e $Y(g)$ una función no lineal, la tasa de expansión óptima podría dar como resultados válidos $g=o$ para $r' < k$ o $g=k$ para $r' > k$, llevando aparejado en este último caso el que $v \to \infty$. Cualquiera de las dos soluciones sería escasamente operativa. Por contra, se puede considerar que $D(g)$ es una función no lineal, considerando $r'(g)$ sometida a rendimientos decrecientes, pero entonces tampoco existe la garantía de que la paradoja $v \to \infty$ quede definitivamente conjurada.(135) Por este motivo, Marris considera ventajoso trabajar con una función de evaluación lineal, para lo cual reestructura la versión primitiva de dicha función introduciendo las siguientes modificaciones:

- En cuanto a la función del dividendo.

En vez de considerar que los costes de expansión aumentan de forma más que proporcional al aumentar la tasa de expansión, lo que hace que $r'(g)$ sea una función decreciente, Marris simplifica este supuesto admitiendo que el nivel de costes de expansión capaz de sostener una determinada tasa de expansión es estrictamente proporcional al exceso de la tasa de expansión g sobre la tasa de expansión inmanente o autónoma $\bar{g}$, entendiendo por esta última la tasa de crecimiento que experimentaría la demanda sin necesidad de tener que incurrir en costes de expansión. Por consiguiente, hay una relación lineal entre el porcentaje de los costes de expansión y su repercusión en cuanto a la tasa de expansión de la demanda:

$$\frac{E}{K} = a(g - \bar{g})$$

El coeficiente a representa una medida constante del coste marginal inherente al crecimiento y se considera que es independiente del tiempo y de la tasa de crecimiento g, con lo cual se refuta el supuesto de r'(g) decreciente, pues ello indicaría que el coeficiente a debería elevarse al aumentar g.

La tasa de rentabilidad neta declarada r' equivale a la tasa de rentabilidad neta operativa $\bar{r}'$ menos la tasa de los costes de expansión E/K. Substituyendo esta última tasa por su equivalente anterior tendremos:

$$r' = \bar{r}' - E/K = \bar{r}' - ag + a\bar{g}$$

La función del dividendo quedaría, pues, así:

$$D(g) = r' - g = \bar{r}' + a\bar{g} - (1+a)g$$

- En cuanto a la función del valor actual del dividendo unitario en crecimiento

Marris considera que la incertidumbre aumenta con el futuro con lo cual la función Y(g) aumenta a medida que lo hace la tasa de expansión esperada, pero que su importe límite debe ser finito, considerando que la forma lineal de esta función parece encajar con el comportamiento real del mercado bursátil. La función lineal propuesta por el autor adopta la forma siguiente:

$$Y(g) = y_1 + y_2 g$$

Los coeficiente y_1 e y_2 proceden del grado de aversión al riesgo, la tasa de descuento sin riesgo y la tasa a la que crece la incertidumbre en relación con el futuro. Asimismo, y_1/y_2 marca la preferencia mostrada por el mercado bursátil por el crecimiento lento del dividendo en relación con un crecimiento más rápido y ten-

derá a ser tanto mayor cuanto mayor sea la incertidumbre futura y cuanto mayor sea el grado de aversión al riesgo, mientras que y_1 representa la valoración de un dividendo futuro sin crecimiento.

La función de evaluación que propone Marris, ofrece la forma siguiente:

$$v = v(g) = \frac{\bar{r}' + a\bar{g} - (1+a)g}{y_1 + y_2 g}$$

que constituye una parábola con un punto maximo de valor finito.

La tasa de expansión de equilibrio para la forma clásica, es decir, aquélla que presupone la preeminencia de los intereses de los accionistas, se obtendría derivando la expresión anterior con respecto a la variable independiente g e igualando a cero. En consecuencia:

$$\frac{dv}{dg} = \frac{-(1+a)[y_1 + y_2 g] + y_2[\bar{r}' + a\bar{g} - (1+a)g]}{(y_1 + y_2 g)^2} = 0$$

y operando en esta expresión para despejar g queda finalmente:

$$g = \frac{1}{2}\,\frac{\bar{r}' + a\bar{g}}{1+a} - \frac{1}{2}\,\frac{y_1}{y_2}$$

Como se ve, la tasa de expansión óptima, desde el punto de vista de los accionistas. es una funcion lineal de la tasa de rentabilidad neta operativa y de la tasa de expansión inmanente, junto con una constante que equivale a la mitad de la relación de aversión al crecimiento expresada por el mercado bursátil, siendo la pendiente de la funcion lineal igual a la mitad de uno más el coste marginal inherente al crecimiento. Marris advierte que es difícil observar la tasa de rentabilidad neta operativa, por lo que la tasa de crecimiento puede calcularse mediante la recta de regresión formada por substitución del equivalente de $\bar{r}'$, o sea, $r' + a(g - \bar{g})$,

dado que la tasa de rentabilidad neta declarada sí es observable. Haciendo operaciones resultaría:

$$g = \frac{1}{2} r' - \frac{1}{2} \frac{y_1}{y_2} (1+a)$$

Esta ecuación de regresión establecería la tasa de expansión de equilibrio bajo la perspectiva de los capitalistas-propietarios. Ahora bien, ¿qué pasa con el modelo cuando se adopta la -- perspectiva gerencial?. Como sabemos, en la versión del consejo directivo no es preciso maximizar la tasa de evaluación, sino solamente que no sea inferior a un valor satisfactorio $\bar{v}$ que marca el límite de seguridad que no pueden contravenir los dirigentes so - pena de verse envueltos en el peligro de ser desplazados de sus - puestos y, para el caso más probable de función lexicográfica, la tasa de crecimiento óptima debe ser aquélla que resulte compatible con un cierto valor $\bar{v}$ que representa normalmente la tasa de evaluación que induce la aparición de una oferta de compra en bloque de la compañía. Pues bien, la forma parabólica de la función de evaluación formada a partir de las hipótesis de linealidad de $D(g)$ e $V(g)$ dificulta la obtención de una solución concreta para la baja expansión de equilibrio bajo la perspectiva del consejo directivo. Marris se limita a señalar que la tasa de expansión directiva debe ser mayor que la tasa de expansión de los accionistas, pero la diferencia viene señalada por una funcion compleja y no lineal de los coeficientes manejados. En general, puede decirse que la tasa de expansión directiva sobrepasará tanto más la tasa de expansión de los accionistas cuanto más diferencia exista entre la tasa de evaluación máxima y su límite mínimo de seguridad, aumenta al elevarse la tasa de rentabilidad neta operativa y asimismo lo hará al decrecer el coste marginal de expansión, mien

dado que la tasa de rentabilidad neta declarada sí es observable. Haciendo operaciones resultaría:

$$g = \frac{1}{2} r' - \frac{1}{2} \frac{y_1}{y_2} (1+a)$$

Esta ecuación de regresión establecería la tasa de expansión de equilibrio bajo la perspectiva de los capitalistas-propietarios. Ahora bien, ¿qué pasa con el modelo cuando se adopta la -- perspectiva gerencial?. Como sabemos, en la versión del consejo directivo no es preciso maximizar la tasa de evaluación, sino solamente que no sea inferior a un valor satisfactorio $\bar{v}$ que marca el límite de seguridad que no pueden contravenir los dirigentes so - pena de verse envueltos en el peligro de ser desplazados de sus - puestos y, para el caso más probable de función lexicográfica, la tasa de crecimiento óptima debe ser aquélla que resulte compatible con un cierto valor $\bar{v}$ que representa normalmente la tasa de evaluación que induce la aparición de una oferta de compra en bloque de la compañía. Pues bien, la forma parabólica de la función de evaluación formada a partir de las hipótesis de linealidad de D(g) e Y(g) dificulta la obtención de una solución concreta para la baja expansión de equilibrio bajo la perspectiva del consejo directivo. Marris se limita a señalar que la tasa de expansión directiva debe ser mayor que la tasa de expansión de los accionistas, pero la diferencia viene señalada por una funcion compleja y no lineal de los coeficientes manejados. En general, puede decirse que la tasa de expansión directiva sobrepasará tanto más a la tasa de expansión de los accionistas cuanto más diferencia exista entre la tasa de evaluación máxima y su límite mínimo de seguridad, aumenta al elevarse la tasa de rentabilidad neta operativa y asimismo lo hará al decrecer el coste marginal de expansión, mien

tras que la influencia de los demás coeficientes es más difícil de intuir. De todas formas, si se substituye para la función lexicográfica el importe de la restricción $\bar{v}$ en la función objetivo y despejando g se obtiene:

$$\bar{v} = \frac{\bar{r}' + a\bar{g} - (1+a)g}{y_1 + y_2 g}$$

$$g = \frac{\bar{r}' + a\bar{g} - \bar{v}y_1}{(1+a) + \bar{v}y_2}$$

y substituyendo $\bar{r}'$ para la variable observable r' de acuerdo con la equivalencia anteriormente expresada, se llega a esta expresión:

$$g = \frac{\bar{r}'}{1+\bar{v}y_2} - \frac{\bar{v}y_1}{1+\bar{v}y_2}$$

Podría calcularse fácilmente equivalencias entre la expresión de g según la función de evaluación general y lineal con respecto a los coeficientes utilizados en el modelo lineal. Asímismo, podría extraerse conclusiones con respecto a la superior magnitud de g según la versión gerencial en comparación con la versión de los accionistas.

Marris no queda del todo conforme con el referido inconveniente mostrado por su anterior modelo lineal de crecimiento y elabora otro alternativo modificando la hipótesis del comportamiento bursátil en lo relativo a la valoración de las acciones. La modificación consiste en suponer que el precio de las acciones se basa de modo exclusivo en los dividendos (o en los beneficios netos declarados) sin tener en cuenta la tasa de expansión de los mismos. De esta manera se llega a una función lineal de la tasa de crecimiento bajo la perspectiva de los dirigentes. El modelo adoptaría esta forma:

Función objetivo Max. v( )=D(g).Y(g)=[$\bar{r}'+a\bar{g}-(1+a)g$] y_3

Restricción $v(g)=\bar{v}$

Como puede apreciarse, la función del valor actual del dividendo unitario viene caracterizada por la constante y_3, no teniéndose para nada en cuenta la tasa de expansión g, con lo cual se estima implícitamente que el mercado bursátil desprecia el crecimiento futuro de la corriente de dividendos posibilitado por la retención de beneficios.

En estas circunstancias, estamos ante la solución lexicográfica, con lo cual la tasa de expansión deseada por los dirigentes será la máxima que resulte para el límite de seguridad establecido para la tasa de evaluación. Substituyendo el importe de la restricción en la funcion-objetivo y despejando g se llega a la siguiente expresión de equilibrio:

$$g = \frac{\bar{r}'+a\bar{g}-\bar{v}/y_3}{1+a}$$

y substituyendo $\bar{r}'$ por la tasa de rentabilidad neta declarada, como antes se hizo, se llegaría a la siguiente ecuación lineal de regresión:

$$g=r'-\bar{v}/y_3$$

Como vemos, la tasa de expansión de la versión gerencial es dos veces más sensible a los cambios de la tasa r' que para la versión clásica de los accionistas en la ecuación parabólica precedente. Esta nueva formulación tiene el inconveniente de que no permite columbrar la tasa de expansión de la versión clásica, ya que derivando la expresión de la función-objetivo con respecto a g e igualando a cero para calcular su punto máximo resulta que la

Función objetivo Max. v( )=D(g).Y(g)=$\left[\bar{r}' + a\bar{g} - (1+a)g\right] y_3$

Restricción $v(g)=\bar{v}$

Como puede apreciarse, la función del valor actual del dividendo unitario viene caracterizada por la constante y_3, no teniéndose para nada en cuenta la tasa de expansión g, con lo cual se estima implícitamente que el mercado bursátil desprecia el crecimiento futuro de la corriente de dividendos posibilitado por la retención de beneficios.

En estas circunstancias, estamos ante la solución lexicográfica, con lo cual la tasa de expansión deseada por los dirigentes será la máxima que resulte para el límite de seguridad establecido para la tasa de evaluación. Substituyendo el importe de la restricción en la funcion-objetivo y despejando g se llega a la siguiente expresión de equilibrio:

$$g = \frac{\bar{r}' + a\bar{g} - \bar{v}/y_3}{1 + a}$$

y substituyendo $\bar{r}'$ por la tasa de rentabilidad neta declarada, como antes se hizo, se llegaría a la siguiente ecuación lineal de regresión:

$$g = r' - \bar{v}/y_3$$

Como vemos, la tasa de expansión de la versión gerencial es dos veces más sensible a los cambios de la tasa r' que para la versión clásica de los accionistas en la ecuación parabólica precedente. Esta nueva formulación tiene el inconveniente de que no permite columbrar la tasa de expansión de la versión clásica, ya que derivando la expresión de la función-objetivo con respecto a g e igualando a cero para calcular su punto máximo resulta que la

tasa de expansión es nula para la solución de los accionistas. Es decir, al ser en este caso v una función decreciente de g en todo el intervalo, el punto máximo de la misma se situaría para g=o.

Si en vez de considerar los dividendos se tuviesen en cuenta los beneficios netos declarados, la función-objetivo prescindiría de la tasa de retención, mientras que la restricción seguiría siendo la misma. En estas condiciones, la ecuación de equilibrio sería:

$$\bar{v} = \left[\bar{r}' + ag - a\bar{g}\right] y_3$$

$$g = \frac{\bar{r}' + a\bar{g} - \bar{v}/y_3}{a}$$

y substituyendo $\bar{r}'$ por su equivalente observable de r' se llegaría al conocido resultado $\bar{v} = r'y_3$ de la tasa de evaluación sin crecimiento, por lo que esta solución resultaría absolutamente inoperante.

Antes de concluir la exposición de la teoría del crecimiento seguro formulada por Marris, conviene hacer referencia a un par de cuestiones de enorme interés: a) el tratamiento de la incertidumbre; b) el tamaño inicial del que parten los modelos expuestos.

10,3,1,4.- Modelos de crecimiento constante en régimen de incertidumbre.

El modelo de crecimiento constante para un horizonte temporal ilimitado parte de la evaluación cierta de todas las variables implicadas. Una mejora indudable del modelo consistiría en transformar las magnitudes ciertas en magnitudes aleatorias, -

incorporando las distribu[illegible] de probabilidad respectivas. --- Lintner acomete esta tarea, partiendo de hipótesis semejantes a las de Marris, salvo en lo relativo a la tasa de crecimiento a la que considera sometida a incertidumbre.(136)

Considera que partiendo de una tasa de rentabilidad neta actual conocida y de una determinada tasa de retención de beneficios dada, se obtiene una tasa de crecimiento dada, pero que la tasa de crecimiento y de rentabilidad reales alcanzadas son inciertas; en consecuencia, cualquier política elegida con respecto a la tasa de retención de beneficios, va a generar una tasa de expansión aleatoria, lo que hace que el valor de los componentes de la corriente de dividendos futuros sea aleatoria y, en definitiva, que también sea aleatorio el precio de mercado de las acciones, es decir, la función de evaluación sobre la que se calcula la tasa de expansión óptima.(137)

Lintner considera, en primer término, que la función de distribución de las tasas de expansión es normal con varianza σ_g^2 y que la varianza normal permanece constante a lo largo del tiempo, con lo cual la probabilidad de la corriente de dividendos futuros toma la forma de una función de distribución normal logarítmica y que la varianza de esta función crece linealmente con el tiempo. Por ello, la varianza logarítmica en el momento t es $t\sigma_g^2$. Partiendo de estas premisas, se trata de calcular el equivalente cierto de cada uno de los componentes de la serie de dividendos aleatorios, para lo cual hay que reducir el importe esperado por un factor que represente la aversión al riesgo mostrada por los inversores que actuará como complemento de la tasa de descuento sin riesgo k y que, por lo tanto, reducirá el importe de la función del valor actual del dividendo unitario en crecimiento para la tasa de expansión considerada. (138)

Como medida representativa de la aversión al riesgo por parte de los inversores, Lintner toma el logaritmo de la varianza logarítmica referida y como ésta crece linealmente con el tiempo, el factor de reducción crece exponencialmente. Esto quiere decir que un incremento de la varianza o de la aversión al riesgo de los inversores desplazará hacia abajo la función de evaluacion, como si se tratase de un aumento en la tasa de descuento y, en definitiva, hará que la tasa óptima de expansión sea menor, tanto para la solución preferida por los accionistas como para la solución gerencial.(139)

Sin embargo, Lintner observa que con este tratamiento de la incertidumbre estable o constante a través del tiempo, no se logra evitar definitivamente la posibilidad de que la tasa de evaluación alcance un valor infinito.(140) Por ello el autor reformula su planteamiento inicial pasando a elaborar una nueva versión en la que la incertidumbre crece con el futuro, es decir, en la que la varianza de las tasas de expansión no es constante, sino que ésta crece linealmente con el tiempo.(141) Por ello, la varianza logaritmica de los dividendos no crece linealmente con el tiempo sino cuadráticamente, con lo que en definitiva el factor de reduccion utilizado para calcular el equivalente cierto de la serie de dividendo aumenta exponencialmente a una tasa progresivamente superior.

La conclusión esencial que se desprende de este nuevo tratamiento de la incertidumbre creciente con el tiempo, es que la función del valor actual del dividendo hace imposible la aparición del valor infinito para la función de evaluacion manejada por Marris,(142) lo que otorga un mayor grado de generalidad al modelo, superando la simplificación escasamente convincente introduci

da por este autor de que la tasa de expansión sea inferior a la tasa de descuento requerida por los accionistas, con el fin de - que la función de evaluación pueda justificar la forma expuesta.

Las elaboraciones de Lintner al respecto son harto extensas y complicadas, por lo que no nos es posible analizar exhaustivamente sus modelos. Podemos señalar que lo que diferencia a Lintner de los tratadistas más conocidos que se ocupan del crecimiento empresarial es la inclusión explícita de la incertidumbre en las relaciones que definen el problema considerado.(143)- Lintner desarrolla su teoría del crecimiento constante en régimen de incertidumbre estableciendo como función-objetivo la maximización del valor actual de mercado de las acciones o de la tasa de evaluación, la cual determina una tasa de expansión aleatoria óptima, aunque también considera la versión gerencial, la cual trata de maximizar una función de utilidad en la que tendrán cabida tanto la tasa de expansión aleatoria como la medida del riesgo - que afecta a la primera variable, estableciendo como solucion de equilibrio una combinación de ambas magnitudes $\bar{g}$ y σ_g^2, añadiendo que sería pura casualidad que la solución óptima desde el punto de vista de la alta dirección coincidiera con la tasa de expansión óptima de la versión de los accionistas. En definitiva, también los dirigentes de Lintner buscan crecimiento y seguridad, pero a diferencia de Marris, quién basa la seguridad en un valor mínimo de la tasa de evaluación, Lintner se apoya en la incertidumbre en sí que rodea la obtencion de la tasa de crecimiento esperada, mientras que Marris únicamente trata la incertidumbre relativa a la tasa de crecimiento esperada como un factor que incrementa la tasa a que se descuentan los dividendos futuros.

En resumen, en la versión más general del modelo de Ma-

rris se trata de maximizar una función de utilidad directiva de esta naturaleza: U = U(g,v), o bien, en la función lexicográfica: U = U(g,v) sometida a la restricción: v(g)=$\bar{v}$. Lintner, en cambio, propone maximizar una función de utilidad de este género: U=U($\bar{g}$, σ_g^2),si bien reconoce el interés de generalizar la función de utilidad dando entrada no sólo a la tasa de expansión aleatoria y a la varianza de la tasa de crecimiento,sino también a la tasa de evaluación, es decir, maximizar una función de utilidad de este género: U = U(v,$\bar{g}_1$,σ_g^2). (144)

10,3,1,5.- El tratamiento del tamaño inicial en la teoría del crecimiento seguro.

El modelo de crecimiento seguro a tasa constante formulado por Marris parte de un tamaño existente en un momento arbitrario del horizonte temporal y el problema que trata de resolver es el de hallar la tasa óptima de crecimiento, (en sus diferentes inspiraciones: clásica, gerencial pura y gerencial lexicográfica). (145)

En suma, Marris opera como si la maximización de la tasa de expansión condicionada a un valor mínimo de la tasa de evaluación implicase la maximización de la dimensión de la compañía en todo momento. Obviamente, para que esto fuera cierto tendría que partirse de un tamaño inicial óptimo, aspecto éste que pasa por alto el autor de la teoría del crecimiento seguro. Ha sido Robert M. Solow (146) quien se ha planteado la resolución conjunta de ambos pormenores, es decir, no sólo trata de determinar la tasa de expansión óptima con carácter indefinido, sino que también pretende determinar el tamaño inicial óptimo, rechazando su consideración como dato arbitrario de partida del modelo de crecimiento constante

Solow considera que sólo el criterio tradicional de maximización del valor de mercado de las acciones es capaz de resolver simultáneamente los dos problemas enumerados, a saber: el tamaño inicial óptimo y la tasa de expansión óptima. Marris, comentando la novedad introducida por Salow. resume ésta en los siguientes términos: "Una política tiene ahora dos atributos: elección del tamaño inicial o punto de la curva de demanda y elección de la tasa de crecimiento o movimiento exponencial constante de la curva. La elección del punto determina el nivel de beneficios, la elección de la tasa de crecimiento determina la tasa de autofinanciación, y de este modo la tasa de dividendos para cualquier nivel de beneficios, con lo que la política determina la serie completa de los dividendos y, por ello, el valor bursátil de las acciones, en principio. Dado que una política define ahora los beneficios para todos los tamaños y tasas de expansión, la tasa de rentabilidad neta declarada se convierte en enteramente endógena."(147) En definitiva, Solow opina que el valor de mercado de la compañía no es sólo función de la tasa de expansión, sino también del tamaño inicial, con lo cual hay dos variables de decisión K_o y g que configuran la forma de la función de evaluación. (148)

Solow demuestra que hay un tamaño inicial óptimo K^* y una tasa de expansión constante óptima g^* que proporcionan la cotización máxima de las acciones V_K^* (149) Ciertamente, dos empresas con distinto tamaño inicial, pero con la misma tasa de expansión óptima, tendrán la misma tasa de evaluación de acuerdo con Marris, ya que para este autor la tasa de evaluación no depende del tamaño inicial sino solamente de la tasa de expansión. Ahora bien, esta opinión se apoya en el hecho discutible de que la tasa de rentabilidad neta declarada es independiente de la envergadura inicial de la compañía y en el supuesto de rendimientos constantes con carác-

ter indefinido cualesquiera que sea el tamaño inicial respectivo de una y otra.(150) Por otro lado, se acepta implícitamente la ley de Gibrat del efecto proporcionado, según la cual la tasa de expansión es independiente del tamaño adquirido por las empresas, ley que ha sido puesta en duda a través de pruebas empíricas suficientemente elocuentes.(151)

Por todo ello, Solow opina que el problema del tamaño inicial óptimo y de la tasa de expansión óptima deben resolverse conjuntamente. El modelo que propone este autor parte de una situación inicial arbitraria en la que existe un tamaño K, distinto del tamaño inicial óptimo calculado, con lo cual debe existir un período transitorio de ajuste (expansión o contracción) que conduzca al tamaño inicial óptimo K^*. Después de alcanzado el tamaño inicial óptimo, el modelo trata de establecer la tasa de crecimiento óptimo g^* en régimen de expansión constante. Los ajustes del tamaño inicial pueden llevarse a cabo mediante nuevas emisiones de acciones o de deuda o, en su caso, la venta de activos y/o el rescate de títulos en circulación, así como también mediante tasas de autofinanciación temporalmente diferentes de las que resultan para la etapa de expansión constante propiamente dicha.

Respecto al criterio clásico de elección del tamaño inicial y la tasa de expansion óptimas, Solow demuestra que la maximización del valor de mercado de una compañía no significa necesariamente la maximización de la riqueza de los inversores bursátiles. Así, suponiendo que un inversor posee todas las acciones de distintas empresas, aunque cada una de ellas traten de maximizar sus valores de mercado respectivos, como cada una de ellas tendrá su tasa de rentabilidad propia, no quiere decir que el inversor maximice el valor de su cartera. Para ello sería menester que la

relación $\partial V_K / \partial K$ de todas las empresas tuviese el mismo valor. Para conseguir la maximización de los intereses de los accionistas- debiera tener lugar, previamente al proceso de expansión a la tasa óptima, un proceso de ajuste transitorio de los tamaños iniciales de las distintas empresas, que debiera consistir en reducir - el capital de las que declaran beneficios menores y en ampliar el de aquéllas cuyos resultados fueran superiores, hasta lograr igualar las rentabilidades marginales de todas ellas. Por ejemplo, V_{K_1} reduce su tamaño inicial vendiendo activos fijos y rescatando acciones, mientras que V_{K_2} aumenta su tamaño emitiendo acciones y - comprando activos fijos. La condición de equilibrio establecida - por Solow es: $dV_{K_2} = mdK_1$, es decir, que el incremento marginal - del valor de mercado debido a la adición de una unidad física de- capital m (152), o lo que es lo mismo, cuando se igualan las rentabilidades marginales de los recursos financieros de todas las - empresas (153). Como puede verse, la solución que Solow ofrece para el crecimiento máximo inspirado para favorecer los intereses - de los accionistas exigiría un período de adaptación previo en -- busca del tamaño inicial, antes de crecer a la tasa máxima capaz- de maximizar la función de evaluación manejada por Marris, mien-- tras que para este último autor el problema se reduce exclusiva-- mente a lo segundo.

Respecto a la elección basada en las aspiraciones de -- los dirigentes, de acuerdo con las ideas de Solow, la satisfacción gerencial procede tanto del tamaño como de la tasa de expansión,- posición que comparte también Marris, aunque éste hace un énfasis especial en este segundo aspecto, haciendo abstracción del problema de la determinación del tamaño óptimo (154).

Marris no ve mayor problema en haber esquivado este por

menor, pues la conciliación sería sencilla. Así, suponiendo que los dirigentes se interesan únicamente por la tasa de expansión y desean maximizar ésta sujeta a un valor mínimo de la tasa de evaluación, la política para ello es una sola y el tamaño entonces es una variable determinada, resultando una tasa de crecimiento mayor y, por ello, un tamaño superior que en el caso de la versión inspirada en los intereses de los accionistas. El proceso de ajuste debiera ser de esta naturaleza: para un tamaño inicial arbitrario, buscar la tasa de expansión hasta que el coeficiente de evaluación v se sitúe en el nivel mínimo de seguridad, con lo que se altera el tamaño inicial por g constante. Si $dV_K/dK.m.\bar{v} > 1$ se una de nuevo capital lo que hace elevar la tasa de evaluación, procediéndose a aumentar la tasa de expansión hasta que la tasa v vuelva a alcanzar el mínimo $\bar{v}$; el proceso se repite iterativamente hasta que $dV_K/dK.m.\bar{v}$ sea la unidad. Si la relación al comienzo fuera inferior a la unidad el proceso se invertiría al revés.

Marris admite que cabe modificar su función de utilidad directiva, definiendo una función que tome como variables el tamaño K y la tasa futura de expansión constante g, descontada a la fecha inicial a la tasa k: $U_m = K.M(g)$, siendo M(g) una función equivalente al valor actual del crecimiento futuro, pero como también la gerencia debe estar interesada por la tasa de evaluación, la función de utilidad directiva completa debe tomar esta forma: $U = U(U_m, v)$. Para la función lexicográfica, se trataría de alcanzar el nivel mínimo fijado para la tasa de evaluación, eligiendo el valor máximo de U_m que coincide con dicho valor $\bar{v}$. Pero, introduciendo esta modificación en el modelo, la función de evaluación ya no es sólo función de la tasa de expansión, sino también del tamaño inicial y como el tamaño inicial incide en la tasa de rentabilidad, de aquí que en esta nueva versión la tasa de rentabilidad

ya no tendría el carácter de variable exógena, sino que actuaría como variable endógena.

Por consiguiente, la funcion de evaluacion de Morris - adoptaria esta forma:

$$v(K_o,g) = D(K_o,g) . Y(g)$$

con lo que la solución gerencial pura consistiría en maximizar el valor de g sujeto a la restricción general $v > \bar{v}$ y en la solución general lexicográfica lo mismo pero haciendo la restricción $v = \bar{v}$, mientras que la solución de los accionistas se establecería, como siempre, para $\frac{\partial v}{\partial g} = o$.(155)

Si se utiliza la expresión manejada por Salow del valor de mercado de la compañía, en vez de la tasa de evaluación, se tendría:

$$V_K = mK_o \; v = mK_o \; D(K_o,g).Y(g)$$

con lo que la solución de los accionistas establecida por Solow - se produciría para $\partial V/\partial K = m$, mientras que la solución gerencial consistiría en maximizar $U_m = K_o M(g)$ sometida a la restricción comentada de la función de evaluación, según la forma últimamente - expuesta.

La función de evaluación siguiendo las directrices apuntadas por Solow respecto al papel desempeñado por el tamaño inicial en el modelo, podría venir representada por la siguiente expresión:

$$\bar{v} = D(K_o,g).Y(g) = \left[B(K_o)/mK_o - (1+a)g \right] . \left[\frac{1}{k-g} \right]$$

El primer componente es la función general del dividendo. B repre

senta los beneficios netos operativos, es decir, sin tener en - cuenta los costes de expansión; la magnitud de los beneficios es función del tamaño inicial de las inversiones permanentes en términos físicos y $B(K_o)/mK_o$ representa, por tanto, la tasa de rentabilidad neta operativa. El producto a_g representa el importe de los costes de expansión de acuerdo con lo descrito sobre el - particular, mientras que la reducción de g representa el efecto negativo sobre la tasa de evaluación de los dividendos futuros - crecientes. El segundo componente representa la función del valor actual del dividendo unitario en crecimiento en los términos corrientemente manejados.

La expresión de la tasa de evaluación puede transformarse fácilmente en función del valor de mercado de la compañía, sin más que multiplicar v por el importe monetario del tamaño inicial mK_o:

$$V_K = mK_o \sim = \frac{B(K_o) - mK_o \cdot a_g}{k - g}$$

El criterio esgrimido por Solow para determinar el tamaño inicial óptimo de la compañía exige que:

$$\frac{dV_K}{dK_o} \cdot m = \frac{\partial B}{\partial K_o} \cdot \frac{1}{(k-g)} - \frac{mK_o a_g}{(1+g)}$$

y simplificando queda:

$$\frac{\partial B}{\partial K_o . m} - a_g = k$$

es decir, que el tamaño inicial óptimo se establece en el punto para el que el beneficio marginal operativo menos los costes de expansión correspondientes a la tasa de expansion óptima constante equivalen a la tasa de descuento. Ahora bien, la tasa de expansion óp-

tima depende a su vez también de la tasa de rentabilidad, razón - por la cual la determinacion de g y Ko deben realizarse de forma conjunta en el modelo.

Por consiguiente, otorgando diferentes valores a Ko en la función de evaluacion podría formarse una familia de curvas de evaluación del estilo de las comentadas por Marris, con la particularidad de que aquéllas correspondientes a valores muy elevados de Ko se encontrarían, probablemente, por debajo de las correspondientes a valores inferiores del tamaño inicial. Teniendo en cuenta la existencia de un cierto valor mínimo de $\bar{v}$, cada una de las curvas de evaluación establecería su correspondiente tasa de expansión óptima, con lo que se podría definir la función óptima entre los pares de valores del tamaño inicial y la tasa de expansión óptima y considerando por último el mapa de curvas de indiferencia de la función de utilidad directiva U_m, la tangencia de la función óptima con la curva de indiferencia de rango superior establecería la solución óptima para las dos variables simultáneamente Ko^* y g^*.

En resumen, la consideración del tamaño inicial dentro de la teoría del crecimiento seguro formulada por Marris, en la línea de pensamiento de Solow, supone una mejora evidente, a nivel teórico, dentro del orden de cuestiones relativas al tema examinado. Este aspecto junto con la consideración de la incertidumbre, en la forma apuntada por Lintner, podría dar lugar a la expresión de una función de utilidad directiva correspondiente a un horizonte temporal prolongado, cuya maximización podría representar el comportamiento genuino de las grandes compañías a nivel global.

10.4. Maximización de los beneficios, maximización de la tasa de crecimiento o maximización de las ventas: síntesis - de John Williamson.

Las aportaciones a la teoría del crecimiento constante de Baumol y Marris, están proyectadas desde ángulos aparentemente dispares, por cuanto que el primero preconiza como tasa - óptima de expansión aquélla que precisamente maximiza el valor actual de la cifra de beneficios de los capitalistas-propietarios, mientras que el segundo preconiza como tasa óptima del consejo-- directivo aquélla que corresponde al nivel mínimo de seguridad (tasa de evaluación de amenaza del "take-over"). Ambas tienen - un punto en común, cual es el tratamiento de los costes de ex-- pansión, crecientes con la tasa de expansión, pero tienen tam-- bién otro punto discrepante, ya que Baumol sostiene que la tasa de expansión aparece constreñida por el volumen de recursos financieros disponibles, mientras que Marris opina que la auténtica restricción procede de la amenaza del "take-over", toda vez- que no hay una política financiera que sea capaz de maximizar - el volumen de recursos financieros para el crecimiento, contando con que hay que preservar el límite mínimo para la cotización de las acciones.

John Williamson (156) ha elaborado un trabajo en el - que consigue realizar una síntesis crítica de ambas opiniones, - en el que incluso amplía el campo de los supuestos posibles del comportamiento básico de la empresa a la vista del horizonte -- temporal, dando entrada a una tercera hipótesis posible que consiste en la maximización del valor actual de las cifras de ventas del horizonte temporal contemplado (157).

Williamson analiza un horizonte temporal ilimitado y - considera un régimen evolutivo en el que las principales magnitudes crecen de forma permanente, arrancando de un postulado semejante al que establecen Baumol y Marris. Por consiguiente, las - premisas de partida del modelo que elabora Williamson son muy similares a las de dichos autores: se trabaja con rendimientos constantes, con independencia que se trate de una compañía que actúa en régimen de competencia perfecta o imperfecta, por lo que los- beneficios netos operativos aumentan de modo sostenido, cualquiera que sea el tamaño inicial absoluto, si bien la tasa de rentabilidad r' dependerá del tamaño inicial; los costes de expansión crecen de forma creciente con la tasa de crecimiento $\frac{\partial E}{\partial g} > 0$ y -- $\frac{\partial^2 E}{\partial g^2} > 0$, por lo que existe una tasa de crecimiento óptima constante que puede mantenerse indefinidamente; la elección de las variables óptimas se hace de una vez para siempre, de manera que - para la tasa de expansión óptima resultará, resultará que todas - las variables crecerán a la misma tasa, a menos que cambien las- circunstancias externas o los objetivos del consejo directivo; - se parte de un coeficiente de endeudamiento dado que se mantiene indefinidamente, por lo que los recursos financieros para el proceso de crecimiento, a efectos del desarrollo del modelo, se consideran que proceden de beneficios retenidos y/o emisión de nuevas acciones; se considera una tasa de descuento constante, una- tasa de retención de beneficios constante, una tasa de emisión - de acciones constante, una relación capital/output constante, - etc.

Notaciones del modelo.(158)

Variables de decisión: S = ventas totales; b= tasa de retención sobre beneficios netos operativos; f= ta

sa de crecimiento constante de la cifra de capital social.

Variables Exógenas- : $W = \dfrac{\text{Valor de mercado de la empresa para el que existe amenaza de-take-over.}}{\text{Valor de mercado máximo potencial}} = \dfrac{\overline{V}_k}{V_k^*(\text{máx.})} = \dfrac{\overline{v}}{v^*(\text{máx.})}$

k = tasa de descuento.

Variables exógenas en momento incial que se convierten en endógenas a partir de entonces:

K = recursos propios acumulados.

X = capital social acumulado.

Variables endógenas:

B = beneficios netos operativos (costes de expansión nulos).

H = inversiones necesarias para crecer = I (inversiones netas efectuadas) + E (costes de expansión).

V_k = valor de mercado de la empresa.

$\dfrac{V_k}{X}$ = valor efectivo de emisión de las nuevas acciones.

g = tasa de expansión a determinar para S, B, K, H, I y E en función de los valores asignados a las variables de decisión.

Williamson establece las siguientes relaciones: (159)

1ª Relación: Entre volumen de ventas y beneficios operativos.

Hay un output en cada período que proporciona los -

beneficios netos operativos máximos de acuerdo con los postulados de la teoría clásica de la empresa. Así, pues, el output sólo puede crecer en una determinada proporción en cada período para alcanzar el volumen de beneficios máximos:

$$B = B(S) \qquad B'' < 0 \qquad [1]$$

2ª Relación: Determinación de la función de inversiones necesarias para crecer.

Consta de dos componentes: a) inversiones netas necesarias para mantener la capacidad de producción en consonancia con el aumento del output, que ascenderán a gK, dado que se supone la permanencia de la relación capital/output y precios constantes; b) costes de expansión (investigación, publicidad y promoción de ventas, deseconomías directivas, etc.) para los que se supone que crecen con la tasa de expansión, de tal manera que si no hay crecimiento estos costes son nulos, mientras que si el crecimiento es lento estos costes son apenas importantes, pero su crecimiento es espectacular a partir de un cierto nivel de la tasa de expansión:

$$H = I + E = gK + E(g) \qquad [2] \quad E' > 0$$
$$E'' > 0$$
$$E(0) = 0$$
$$E'(0) \approx 0$$

3ª Relación: Determinación de la función de la tasa de expansión:

La tasa de expansión depende del volumen total de las inversiones necesarias efectuadas para el proceso de crecimiento, pero la repercusión en la tasa de expansión está sometida a rendi

mientos decrecientes, tanto por lo que respecta a I como a E, por las razones apuntadas en la primera y segunda relación.

$$g = g(H) \qquad [3]$$

$$g' > 0 \ , \ g'' < 0$$

y en el supuesto de que las inversiones necesarias para crecer fuesen financiadas exclusivamente a través de beneficios retenidos: $g = g(bB)$ con las mismas características lógicamente.

4ª Relación : Relación de equilibrio entre las fuentes de obtención de los recursos financieros y el volumen de las inversiones necesarias para crecer.

Hay tres fuentes posibles para cubrir el volumen total de las inversiones necesarias para crecer: beneficios retenidos, emisión de nuevas acciones y nuevos préstamos a largo plazo. Sin embargo, a efectos del modelo, solo tiene interés el análisis de las dos primeras, dado que por considerar que existe un coeficiente de endeudamiento dado $\beta = L/K$, la tercera es una fuente subordinada, de tal manera que se supone se adapta a la cuantía de recursos financieros disponibles para el crecimiento. Por lo tanto, a efectos de establecer la relación de equilibrio entre financiación e inversión, podemos considerar bajo el término H' las inversiones necesarias para crecer correspondientes a los recursos financieros propios, de tal forma que $H' = H/(1+\beta)$, considerando como fuentes de financiación únicamente los beneficios retenidos y la emisión de nuevas acciones.

Los beneficios retenidos representan un porcentaje constante de los beneficios netos operativos según Williamson, supuesto que puede sorprender ya que habría que considerar beneficios-

declarados en vez de beneficios operativos. Sin embargo, el propio autor advierte que si se considera que los costes de expansión E son deducibles de los beneficios operativos, el coeficiente de retención b calculado a efectos de su modelo discrepuría - del coeficiente real declarado b'. Es decir, b sería el coeficiente equivalente de b' según esta expresión de equivalencia bB = -- b'B', en la que B representa los beneficios netos operativos y B' los beneficios netos declarados y como $B > B'$, de aquí que $b < b'$.

La emisión de acciones viene representada por el número de títulos lanzados por su precio de emisión, considerando -- que las acciones se colocan a precios de mercado después del pago de los dividendos a las acciones existentes. Por consiguiente, si la cifra de capital social aumenta a la tasa exponencial f, - el valor nominal puesto en circulación durante el primer período considerado ascendería a fX, mientras que los recursos efectivos logrados equivaldrían a $fX \frac{V_{K1}}{X_1} \cdot \frac{1}{1+k}$ (160).

Así, pues:

$$H' = bB + fX \frac{V_{K1}}{X(1+f)} \cdot \frac{1}{1+k} = bB + \frac{f\,V_{K1}}{(1+k)(1+f)} \quad [4]$$

5ª Relación: el valor de mercado de una empresa equivale al valor actual de la corriente de dividendos esperados correspondientes a las acciones en circulación.

La cifra de beneficios crece a la tasa exponencial g, mientras que los dividendos representan una tasa constante (1-b). Ahora bien, de los dividendos pagados en los sucesivos ejercicios, solamente una parte corresponde a las acciones en circulación en la fecha de origen, por lo que el valor de mercado de la compa--

ñía en dicha fecha equivale a:

$$V_K = B(1-b) + \frac{B(1+g)(1-b)}{(1+k)} \cdot \frac{X}{X(1+f)} + \frac{B(1+g)^2(1-b)}{(1+k)^2} \cdot \frac{X}{X(1+f)^2} + \ldots + \frac{B(1+g)^{n-1}(1-b)}{(1+k)^{n-1}} \cdot \frac{X}{X(1+f)^{n-1}}$$

$$= B(1-b) \frac{(1+k)(1+f)}{(1+k)(1+f) - (1+g)} \qquad [5]$$

suponiendo que $(1+k)(1+f) > (1+g)$, lo que es análogo que $k > g$ para que la serie sea convergente. Estamos ante el mismo supuesto utilizado por Marris, tanto se considere exógena o endógena la tasa de descuento.

Teniendo en cuenta que el valor de mercado de la compañía crece a la tasa exponencial g, es decir, $V_{K_t} = V_{K_{t-1}}(1+g)$ y la relación quinta, se pueden substituir una y otra en la relación cuarta llegando a esta equivalencia de equilibrio entre fuentes financieras e inversiones.

$$H' = bB + f \frac{V_{K_1}}{(1+k)(1+f)} = bB + f \frac{V_K(1+g)}{(1+k)(1+f)} =$$

$$= bB + f \frac{B(1-b)(1+g)}{(1+k)(1+f) - (1+g)} \qquad [4'] \quad .$$

Llegado a este punto, Williamson comienza a matematizar algunas de las afirmaciones lanzadas por Baumol y Marris para ver de qué parte está la razón, aparte de establecer sus propias conclusiones.

El primer aspecto que trata de comprobar es si la tasa de expansión en el modelo de crecimiento constante con carácter indefinido se encuentra condicionada o no por el volumen de capitales disponibles. Recordaremos que, en opinión de Baumol, la tasa de expansión aumenta positivamente con el volumen de los

recursos financieros y que éstos dependían de la política de dividendos adoptada, la cual tenía un doble aspecto: a) directo: - por cuanto que a mayores dividendos menores recursos financieros disponibles para el crecimiento; b) indirecto: por cuanto que mayores dividendos podrían dar lugar a mayores recursos financieros para el crecimiento por intermedio de la emisión de acciones. En definitiva, Baumol dejaba entrever una posible transacción entre financiación interna y externa capaz de llegar a obtener una cuantía máxima de recursos financieros (161). Marris, en cambio, sostiene la absoluta neutralidad de la fórmula financiera, dentro de su visualización del modelo a plazo indefinido, por lo que rechaza la existencia de una política financiera óptima, significando que los recursos financieros disponibles para el crecimiento se encuentran limitados por el nivel de amenaza del take-over, más que por la disponibilidad o no de recursos financieros, pero para dicho nivel de la tasa de expansión de seguridad es indiferente cualquier combinación de beneficios retenidos o emisión de acciones. Por consiguiente, Williamson trata de dirimir la polémica sobre si la tasa de expansión de equilibrio puede o no alterarse a través de la fórmula financiera elegida.

Para ver si existe una fórmula financiera máxima derivaremos sucesivamente la relación de equilibrio con respecto a las dos variables en juego, tasa de retención de beneficios b y tasa de elevación del capital social f:

$$\frac{\partial H'}{\partial b} = B + \frac{fB}{[(1+k)(1+f)-(1+g)]^2}\left[(1-b)(1+k)(1+f)\frac{\partial g}{\partial b} - (1+g)(k-g.+f+kf)\right]$$

El valor de la expresión contenida dentro del corchete es positi que se demuestra fácilmente que la

expresión es ya positiva para b = 1, con lo que resulta que:

$$\frac{\partial H'}{\partial b} > o \text{ para cualquier valor de b}$$

$$\frac{\partial H'}{\partial f} = \frac{(1-b)\ B}{\left[(1+k)(1+f)-(1+g)\right]^2}\left[(1+g)(k-g)+f(1+k)(1+f)\ \frac{\partial g}{\partial f}\right] > o$$

y suponiendo que $f \longrightarrow \infty$,la tasa de expansión tiende a un límite finito g_o tal que:

$$\lim_{f \to \infty} H'_1 = bB + \frac{(1-b)(1+g_o)\ B}{1 + K}$$

No hay, por tanto, una política financiera óptima capaz de maximizar el volumen de recursos financieros disponibles. Hay un límite finito de disposición de los capitales cuyo importe será:

b = 1 B es el volumen máximo disponible.

b = 0

$$\frac{fB\ (1+g)}{(1+k)(1+f)-(1+g)} < B$$

ya que $f(1+g) < (1+k)(1+f)-(1+g)$

$f + fg < (k-g) + f + fk$

pues $fg < (k-g) + fk$

$f\ (g-k) < k-g$ y como $k > g$

$- < +$

De manera que cuando se reparten todos los beneficios conseguidos y la financiación del crecimiento se efectúa a través de emisión de nuevas acciones la cantidad disponible de recursos es inferior a la cifra de beneficios, mientras que si se retienen todos los beneficios, los recursos máximos disponibles equivaldrían a la cifra de beneficios. Sin embargo, en este caso, no se repartirían dividendos en ningún momento con lo que el valor de mercado de las acciones tendería a ser nulo, solución inadmisible bajo la perspectiva de los dirigentes, ya que ello -

motivaría la aparición de una oferta pública de compra de las -- acciones. Esto parece indicar que hay un tope máximo para las posibilidades de crecimiento seguro de las compañías. Williamson - emite su primera conclusión: "La tasa de crecimiento de la empresa no puede crecer acudiendo a la financiación adicional a través de emisión de acciones". (162).

Despejando la tasa de aumento del capital social f en la relación que establece el volumen de recursos financieros y- substituyendo su valor en la fórmula que establece el valor de- mercado de la compañía se llega a esta expresión:

$$V_k = \frac{(1 + k)\ (B-H')}{k-g}$$

Por consiguiente, se llega a una expresión en la que - el valor de mercado de la compañía es independiente de la fórmula de financiación utilizada para el crecimiento, por lo que el consejo directivo no debe tener predilección alguna por retener beneficios o por emitir nuevas acciones, deducción que coincide con - la opinión de Marris.

Williamson pasa a formular, por consiguiente, una nueva conclusión: "El crecimiento no aparece limitado por la falta de recursos financieros en sí, como han postulado Baumol y Downie, sino por la amenaza del take-over, como ha postulado Marris". (163). Es decir, se podría apurar la retención de beneficios o emitir más acciones en aras a redoblar el ritmo de expansión, - pero ello llevaría consigo, a partir de ciertos niveles, una caída en la tasa de rentabilidad que deprimiría el valor de mercado de las acciones, con lo que surgiría el riesgo de aparición-

de una oferta pública de compra de la compañía (164). Al aproximarse el volumen de inversiones necesarias para el crecimiento - H' a la cifra de beneficios B, que señala el tope máximo de re-- cursos financieros para el crecimiento, el valor de mercado de - las acciones disminuye ostensiblemente, con lo que la situación- sería propicia para la aparición de un comprador global del negocio.

Dado que Williamson llega a demostrar la indiferencia de la fórmula financiera, éste prosigue su análisis suponiendo- que el crecimiento se financia a través de beneficios retenidos exclusivamente.

Williamson pasa a comparar las posibles diferencias - de comportamiento entre las hipótesis de maximización de los be-- ficios de los accionistas, maximización de la utilidad directiva medida a través de la tasa de crecimiento de los recursos propios, así como a través de la tasa de elevación de las ventas.

Hipótesis de maximización de los beneficios de los accionistas.

Se corresponde con la idea de maximización del valor de mercado de las acciones. Por tanto, la especificación del modelo es la siguiente:

Función-objetivo $\quad \text{Max.} \quad B\,(1-b)\,\dfrac{(1+k)(1+f)}{(1+k)(1+f)-(1+g)}$

y como se puede simplificar el problema considerando que no se emiten nuevas acciones, es decir, f = o

$$\text{Max.} \quad \frac{B\,(1-b)(1+k)}{k-g}$$

Restricciones

$$g = g(bB) \qquad g' > o \qquad g'' < o$$

$$B = B(S) \qquad B'' < o$$

La primera restricción indica que la tasa de expansión depende de la tasa de beneficios retenidos, teniendo la particularidad de -- que g crece de modo menos que proporcional al aumentar b, debido a que los costes de expansión crecen más que proporcionalmente -- con g. La segunda restricción se corresponde con la primera relación comentada, es decir, con el postulado central de la teoría - de la empresa de que existe un nivel de ventas que proporciona el beneficio máximo en cada período.

Consideremos las derivadas parciales con respecto a B y b respectivamente:

$$\frac{\partial V_K}{\partial B} = \frac{(1-b)(1+k)(k-g) + \frac{\partial g}{\partial B} B(1-b)(1+k)}{(k-g)^2} > 0$$

Por consiguiente, la compañía que pretende maximizar el valor de mercado de sus acciones elige el volumen de ventas S^* que le proporciona beneficios netos máximos B^*.

Ahora bien, ¿qué tasa de retención de beneficios elegiría con el fín de maximizar el valor de mercado de las acciones?.

$$\frac{\partial V_K}{\partial b} = \frac{-B(1+k)(k-g) + \frac{\partial g}{\partial b} B(1-b)(1+k)}{(k-g)^2} = 0$$

simplificando se llega a esta expresión:

$$b = 1 - \frac{k-g}{\partial g/\partial b} \text{ ,o sea : } \frac{\partial g}{\partial b} = \frac{k-g}{1-b}$$

De manera que si se incorporan los beneficios nétos --- máximos B^* a la primera restricción se obtiene una función entre la tasa de retención de beneficios y la tasa de expansión dentro del contexto de elección del volumen de ventas S^* que proporciona beneficios máximos. Esta política proporcionará el mayor volumen

de recursos posibles, ya para financiar el proceso expansivo, ya para el pago de dividendo, pero en definitiva, será el verdadero modo de maximizar la cotización de mercado de las acciones. La función $g = g(bB^*)$ tendrá las características apuntadas de $g' > o$ y $g'' < o$. Por consiguiente, dado el nivel de beneficios B^*, el volumen de recursos financieros disponibles para el crecimiento será una función lineal de la tasa de retención elegida, pero hay que tener en cuenta que debido a la existencia de costes de expansión creciente la tasa de expansión crece menos que proporcionalmente al aumentar la tasa de retención de beneficios.

A partir de la fórmula de valoración de las acciones pueden constituirse líneas de isovaloración, es decir, se pueden establecer para cada valor posible de V_K múltiples combinaciones de b y g, con lo cual puede formarse un mapa de líneas de isovaloración de las acciones. Las líneas de isovaloración pueden obtenerse, en términos formales, a partir de la expresión del valor de mercado de las acciones, despejando g, considerando distintos valores de V_K:

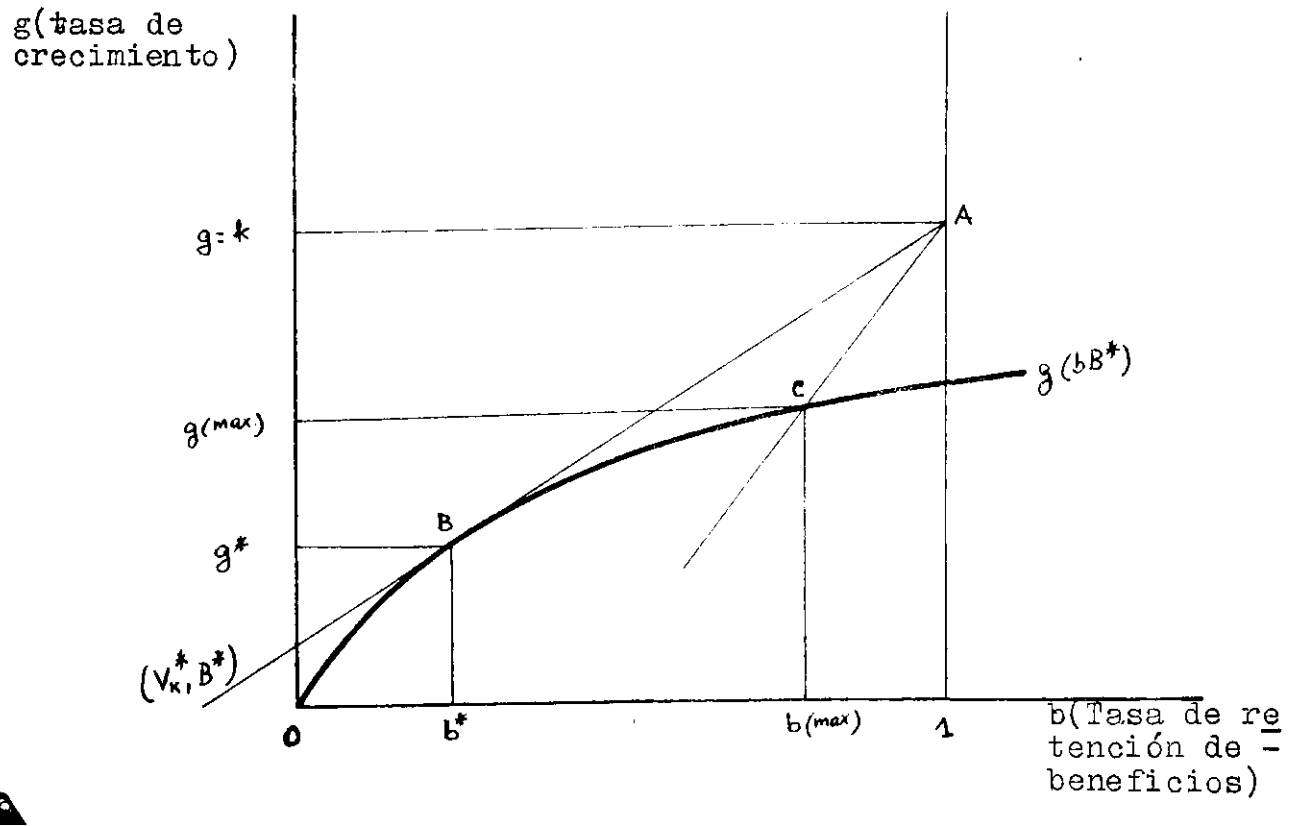
$$g = k - \frac{(1+k)B}{V_K}(1-b)$$

Para cada valor de V_K, dando valores a b desde cero a uno, existirán diversos valores de g que satisfarán la relación anterior; el conjunto de pares de valores formará una línea isovaloración. La pendiente de estas líneas tendrá que ser positiva, ya que el aumento de b significa un pago menor de dividendos que debe corresponderse con un incremento de la tasa de expansión de los dividendos futuros, con el fin de que el mercado bursátil acepte este tipo de política más severa para los accionistas actuales. Como es lógico, todas las líneas isovaluación tienen que tener un punto de convergencia común que se corresponderá con --

las coordenadas b = 1, g = k, aunque como se parte del supuesto g < k, de aquí que el punto de convergencia no sería alcanzado - de ningún modo, sino que representaría un límite. Por otro lado, el índice de las líneas isovaluación crece a medida que la pen-- diente de las mismas es menor, de tal manera que la más elevada correspondería a la formada por todos los puntos de g = k, que - vendría representada por una recta paralela al eje de obscisas b, que se correspondería con el valor $V_K \rightarrow \infty$.

En consecuencia, existirá una línea isovaloración que - habrá de ser tangente a la función g = g(bB*). Las coordenada b* y g* correspondientes a dicho punto de tangencia indicarán el -- punto de equilibrio de la compañía que pretende maximizar los beneficios a lo largo de un horizonte temporal, puesto que la congruencia con dicha meta radica en alcanzar la línea isovaloración más elevada.

Gráficamente, el punto de equilibrio comentado correspondería al punto B de la siguiente figura:



La tasa a la cual los accionistas estarían dispuestos a sacrificar dividendos a cambio de obtener ganancias de capital sería igual a la relación constante k-g/1-b. En honor a la verdad, el punto de tangencia podría situarse para el nivel $g = 0$. Sin embargo, si la compañía obtiene una tasa de rentabilidad para sus recursos propios superior a la tasa de descuentos $r' > k$, la retención de beneficios interesará a los accionistas, con lo cual la tasa de expansión de equilibrio se situará en un punto $g^* > o$. De ello Williamson extrae una nueva conclusión: "una compañía que maximiza los beneficios o la tasa de expansión crecerá a una tasa positiva si se trata de una empresa rentable"(165).

Hipótesis de la maximización de la tasa de expansión del consejo directivo.-

Sin embargo, una gran compañía no está compelida normalmente a maximizar los beneficios, o sea, maximizar el valor de mercado de las acciones, por lo que las coordenadas de equilibrio de b y g serán superiores a las de la empresa de inspiración neoclásica.

El límite de la cotización de las acciones estará situado en aquel nivel para el cual su precio puede ser tentador para que surja un comprador en bloque de los títulos. Así, pues, los dirigentes tratarán de sostener la cotización de las acciones para evitar llegar a este nivel. Este nivel vendrá representado por el producto $w\ V_K^*$, en el que $o < w \leq 1$ y V_K^* representa la cotización máxima potencial de los títulos con la tasa de retención b^* y la tasa de expansión g^*. La magnitud del coeficiente w dependerá inversamente del grado de eficiencia desarrollado por los dirigentes de la compañía en la conducción de sus nego--

cios en relación con los compradores potenciales (raiders), pero a efectos del análisis puede considerarse que w viene determinado exógenamente, o sea, se elige un coeficiente arbitrario e intuitivo:

Función-objetivo	Max $g = g(bB^*)$	
Restricciones	$V_K \geqslant w\, V_K^*$	$o < w \leq 1$
	$B = B(S)$	$B'' < 0$

El problema radica en elegir el volumen de ventas S y la tasa de retención de beneficios que maximiza la tasa de expansión sometida a las restricciones anteriormente referidas. Williamson deduce que los dos tipos de comportamiento, en favor de los intereses de los accionistas o de los propios intereses de los dirigentes, tratarán de obtener los beneficios operativos máximos posibles, así como que no puede extraerse el modelo estático de Baumol de maximización de ventas con restricción de beneficios mínimos satisfactorios a partir de la hipótesis de maximización de la tasa de expansión del consejo directivo como apunta Baumol, según hemos tenido ocasión de ver, dado que los dirigentes actuarán con la máxima eficiencia operativa S^* y B^* (166).

Gráficamente, el equilibrio de la solución gerencial lexicográfica en la terminología de Marris $V_K = w\, V_K^*$ se establecerá en el punto de intersección de la línea isovaloración $w\, V_K^*$, que es inferior a V_K^*, con la función de la tasa de expansión $g = g(bB^*)$. Las coordenadas resultantes corresponden al punto C y dan como valores $b_{max} > b^*$ y $g_{max} > g^*$. Cualquier otro par de valores comprendidos entre ambas soluciones extremas daría por resultado también una solución de inspiración gerencial no lexicográfica $V_K^* > V_K > wV_K^*$. Las soluciones neoclásica y gerencial

lexicográfica coincidirían para w = 1, es decir, cuando la insatisfacción de los accionistas puede ser tan grande y su capacidad de reacción tan fuerte ante la no consecución de la cotización potencial máxima de las acciones que los dirigentes no tienen más remedio que plegarse a la voluntad de los capitalistas-propietarios, situación que ha de tomarse como un caso extremo e improbable. Williamson funda aquí una nueva conclusión: "la empresa que maximiza los beneficios distribuirá una mayor proporción de sus beneficios que la que pretende maximizar la tasa de expansión, excepto en un caso límite."(167)

Hipótesis de la maximización del valor actual del volumen de ventas.

Una hipótesis alternativa que arranca de las aspiraciones del estamento directivo es considerar que éste pretende calcular la tasa de expansión óptima del volumen de ventas capaz de maximizar el valor actual de la corriente de ventas esperadas a lo largo de un horizonte temporal indefinido.

Considerando que el volumen de ventas crece indefinidamente a la tasa exponencial g y considerando además que es posible, por analogía, calcular una tasa de descuento s que establezca el equilibrio entre la utilidad derivada de una venta más próxima en relación con otra más alejada en el tiempo, el valor actual de la corriente de ventas esperadas equivaldría a:

$$0 = S \sum_{t=0}^{\infty} \left(\frac{1+g}{1+s}\right)^t = S \frac{1+s}{s-g}$$

para $s > g$, hipótesis que se considera enteramente arbitraria; de no ser así $s \leq g$ no habría solución de equilibrio, ya que el valor de la serie tiende a infinito.

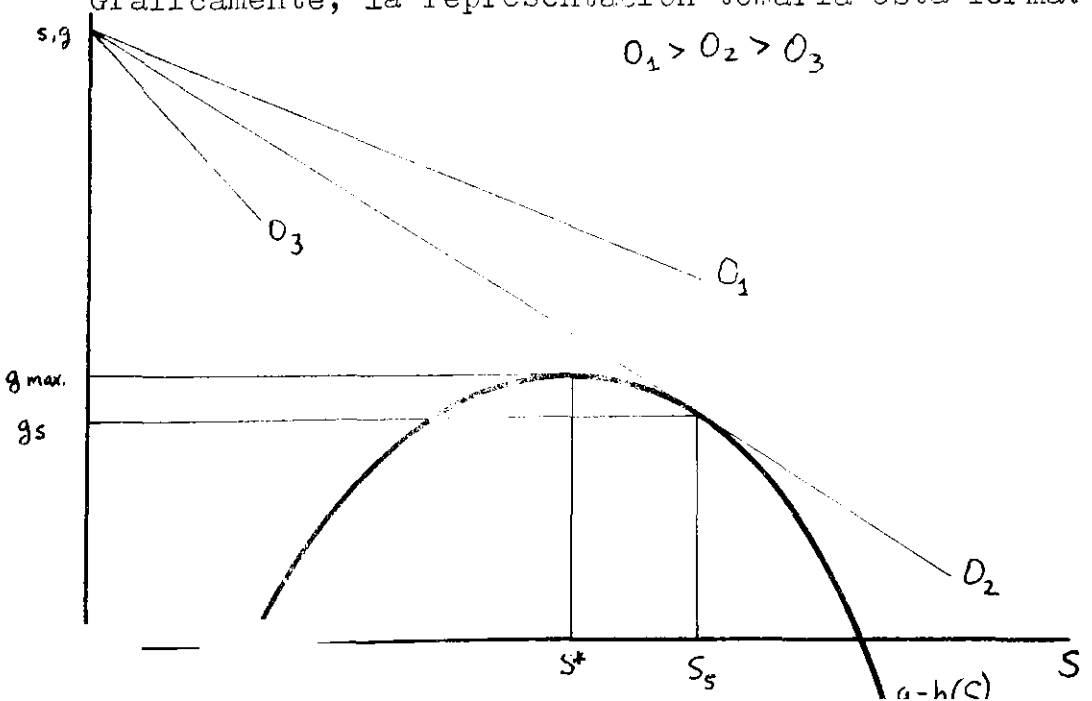
El problema radicaría en este caso en encontrar los valores de b (y en definitiva de g) y de S que lograrían maximizar dicha función-objetivo sometida a las restricciones: $V_K \geq w\, V_K^*$; $g = g(bB)$; $B = B(S)$, teniendo en cuenta estas características generales: $\partial O/\partial g > o$ (la función-objetivo crece al aumentar la tasa de expansión de las ventas) y $\partial g/\partial b > o$ y $\partial V_K/\partial b < o$ como en los supuestos anteriores.

Para demostrar la posición de equilibrio consideraremos que la tasa de expansión varía con el volumen de ventas - $g = h(S)$ de tal manera que para aumentar el volumen de ventas es preciso incrementar la tasa de expansión, existiendo un punto de crecimiento máximo que proporciona un volumen óptimo de ventas - S^*. Si, por el contrario, se decide proseguir la elevación de la cifra de ventas, los beneficios retenidos se destinarían a financiar ventas escasamente rentables, con lo que la tasa de crecimiento tiende a ser inferior a g_{max}.

A partir de la función-objetivo se puedem construir líneas isovaloración de la corriente de ventas despejando g, o sea:

$$g = s - \frac{1 + s}{O}\, S$$

Gráficamente, la representación tomaría esta forma:



Las líneas más elevadas representan un valor superior de la corriente actualizada de las ventas esperadas. El nivel de ventas inicial compatible con el mayor volumen posible de la serie de ventas actualizada correspondería a S_s, lo cual puede demostrarse calculando el máximo de la función-objetivo con respecto a S:

$$\frac{\partial O}{\partial S} = \frac{(1+s)(s-g) + \partial g/\partial S\ (1+s)S}{(s-g)^2} = o$$

$$s - g + S\ \frac{\partial g}{\partial S} = o$$

condición que queda satisfecha para $S = S_s$, $g = g_s$.

Williamson deduce de ello que si la preferencia por las ventas actuales es muy fuerte (s elevado) y el riesgo del take-over está establecido en un punto muy bajo (w pequeño), la compañía que trata de maximizar el volumen de ventas no crecerá, en contra de los resultados de las dos hipótesis precedentes.-- (168) Por otro lado, como $s > g_{max}$, ello determina que $S_s > S^*$, a menos que haya necesidad de alcanzar el máximo valor potencial de mercado de las acciones, en cuyo caso no queda más remedio que elegir el nivel de ventas inicial que proporciona el máximo beneficio $S = S^*$ y la tasa de expansión óptima que va a permitir maximizar V_K, o sea, $g = g^*$. Williamson concluye por ello que la compañía que pretende maximizar el volumen de ventas relaja su grado de eficiencia en cuanto a la consecución de los beneficios, excepto cuando se vea presionado a trabajar con beneficios máximos. (169)

Finalmente, si se supone que la empresa trata de crecer a la tasa g_s obteniendo beneficios satisfactorios B_S, ello -

equivaldría a maximizar S, sometido a la restricción $B \geq B_s$. De ello Williamson deduce que el modelo estático de Baumol puede - derivarse a partir de la hipótesis que estamos comentando exclusivamente y no de ninguna de las precedentes. (170)

10.5.- Juicio crítico global de los modelos de crecimiento.

A lo largo de la exposición del presente capítulo se ha podido comprobar que la maximización de la utilidad referida a un horizonte temporal dilatado, ya tomando como base las aspiraciones de los capitalistas-propietarios, ya las del estamento directivo, en realidad invoca el proceso de acumulación inherente a la evolución de la empresa capitalista de grandes dimensiones, cuyos rasgos han sido desarrollados en otros capítulos del presente trabajo. (171).

Por consiguiente, esta perspectiva resulta mucho más realista y, desde luego, supone un punto de vista más acabado en torno a la finalidad última, global y permanente de la gran empresa de negocios moderna, en comparación con los diferentes criterios estáticos que han sido desarrollados en algunos de los capítulos anteriores. Hablar de un horizonte temporal supone, en primer término, destacar la preferencia de la empresa hacia su consolidación o supervivencia en el medio ambiente (172) y, en segundo término, poner de manifiesto una clara inclinación hacia el desarrollo, -- congruente con la tónica altamente expansiva del entorno económico de los países con un mayor índice de progreso. Esto quiere decir que más allá de las hipotéticas reglas de comportamiento orientadas hacia la consecución atemporal de beneficios máximos para - los capitalistas-propietarios o hacia la obtención de beneficios satisfactorios subordinados a otros objetivos de índole gerencial (volumen de ventas, laxitud organisativa, etc.) se encuentra la - auténtica finalidad global de la gran empresa capitalista que consistirá en asegurar su expansión de cara al futuro en condiciones de segur[illegible] (173)

Por este motivo, la hipótesis sustentada a lc largo de este capítulo se nos semeja como la única pauta válida a partir - de la cual puede elaborarse una teoría auténticamente representativa en lo referente al comportamiento estratégico básico de las grandes organizaciones mercantiles de nuestra época.

Esto no quiere decir, sin embargo, que las distintas - aportaciones de naturaleza estática sean absolutamente estériles. Antes bien, nuestra opinión es más bien la contraria, siempre que quede claramente determinado el papel o significado a asignar a tales formulaciones doctrinales. (174)

En este sentido, hay que resaltar que todas las elaboraciones de naturaleza estática que han sido descritas aluden al -- concepto beneficio de los capitalistas-propietarios, bien como meta principal o única, bien como restricción mínima de una función de utilidad directiva compuesta por unas magnitudes u otras. Pues bien, cuando la definicion de la finalidad esencial dimana del -- contexto evolutivo en el que se desenvuelve la vida de las grandes compañías, llegando a la conclusión de que el crecimiento en condiciones de seguridad es la verdadera motivacion final de éstas, - la idea de beneficios sigue siendo un aspecto clave de este para-- digma, ya que no cabe duda de que el beneficio de los capitalistas-propietarios (máximos o satisfactorios) debe seguir siendo el condicionante crucial a largo plazo para que la preferencia por el - crecimiento seguro pueda convertirse en realidad. (175)

Evidentemente, la circulación capitalista pretende reproducir ampliadamente el ciclo del capital, es decir, que la cantidad final del ciclo dinero-mercancías-dinero sea superior a la cantidad inicial. (176) Sólo de ese modo tiene viabilidad a largo plazo la empresa que opera en un sistema de economía de mercado, tan-

to si su pretensión consistiese exclusivamente en sobrevivir en - condiciones estacionarias, como cuanto más si su verdadera voca-- ción estuviese orientada hacia el crecimiento ininterrumpido de - su dimension, como parece que es lo que se desprende de la trayectoria observada de este tipo de entidades y, de modo especial, de aquéllas que tienen una notable envergadura. Por ello, los modelos que tratan de despejar la tasa de expansión representativa del comportamiento estratégico de la gran empresa deben tomar como una de las variables claves de partida que ha de permitir la resolución - del modelo planteado, las expectativas de beneficios futuros de --- aquélla. Ello lleva a la necesidad previa de definir el procedi--- miento de cálculo a través del cual se llegan a determinar los beneficios esperados por la compañía o, en otras palabras, a definir el mecanismo de equilibrio (precios-output) seguido por la misma.

Aquí es donde se observa el carácter complementario de las elaboraciones de naturaleza estática con respecto a los modelos que postulan la prevalencia del crecimiento dentro de la óptica del comportamiento global, último y permanente de la gran empresa, por cuanto que estos últimos no entran a dilucidar de qué manera se lleva a cabo la decisión en torno a los precios, costes, - beneficios y nivel del output. sino que haciendo abstracción de este extremo, llegan a definir la tasa óptima de expansión a partir de unas cifras de beneficios esperadas, en función de unas determinadas hipótesis de comportamiento, pero qué duda cabe que hay un problema previo de elección relativo a la normativa que rige la -- consecución de los beneficios, sin cuya resolución los modelos de crecimiento que puedan ser planteados carecerían de sentido.

En consecuencia, hay un problema insoslayable previo al planteamiento de los modelos de crecimiento consistente en la identificación de la pauta de comportamiento que posiblemente seguirá

la empresa de grandes proporciones a la hora de definir su política en torno al beneficio. En los capítulos anteriores hemos pasado revista a los principales patrones de comportamiento que pueden observarse teóricamente sobre este particular (177); pues bien, en principio, cualquiera de ellos podría ser compatible con las relaciones que formulan los modelos de crecimiento. Sin embargo, así como en lo relativo a las elaboraciones estáticas podrá hablarse de un doble orden de criterios, según que se postulase que las -- elecciones efectuadas por la empresa se atienen al cuadro de preferencias básicas de los capitalistas-propietarios o, en su lugar, al cuadro de preferencias del estamento directivo, así también puede seguir esgrimiéndose esta bipolaridad cuando se trata de enjuiciar la meta del crecimiento empresarial, existiendo teóricamente, por tanto, una solución desde el punto de vista de los accionistas y otra solución de naturaleza eminentemente gerencial. Pues bien, la primera caracterización de los modelos de crecimiento en este sentido, provendría de la opinión sustentada en lo referente al - proceso de cálculo de los beneficios seguido realmente por la gran empresa, como antesala obligada para la resolución posterior del - modelo de crecimiento.

En este sentido, si se postulase que la norma de actuación de la gran empresa dimana del cumplimiento a rajatabla de la hipótesis estática de beneficios máximos en los diferentes períodos del horizonte temporal contemplado, dentro de la más pura ortodoxia neoclásica, el modelo de crecimiento planteado a partir de estas coordenadas cumpliría un primer requisito para poder ser calificado de modelo de crecimiento concebido desde la perspectiva - de los capitalistas-propietarios. Sin embargo, ello no implicaría que la solución del modelo tuviera que ser de esta naturaleza, -- puesto que según se ha podido apreciar en la aportacion de John --

Williamson, cabrían dos soluciones del problema del ritmo de expansión, aun actuando estrictamente bajo las reglas neoclásicas de asignación de los recursos. Así, cabría despejar la tasa de expansión compatible con la maximización de los beneficios a lo largo del horizonte temporal que representase el valor de mercado máximo para las acciones (solución de los accionistas), o bien la tasa de expansión igualmente compatible con los beneficios máximos pero que, en cambio, representase una cotización de las acciones inferior aunque no menor que aquélla que señala el riesgo del "take-over" (solucion gerencial). Williamson, como hemos visto, se inclina en condiciones normales por esta segunda solución, por lo que aun cumpliendo la primera caracterización aludida, no hay duda de que se trata de un modelo de crecimiento que patrocina básicamente una solución de corte gerencial, aunque indirectamente permita también evaluar las coordenadas de una hipotética solución de los accionistas.

Por contra, si se parte de una asignación de recursos de base gerencial, en la que, como hemos visto oportunamente, la idea de beneficios máximos queda descartada, dando paso a otras metas de naturaleza directiva (maximización cifra de ventas, maximización función utilidad del tipo de O.E. Williamson, etc.), entonces resulta que los beneficios considerados a efectos de resolver el modelo de crecimiento planteado serían beneficios satisfactorios, razón por la cual este modelo sería de naturaleza gerencial respecto a la característica de los beneficios. No obstante, la solución propiamente dicha del modelo de crecimiento diseñado podría ser enfocada bajo una doble perspectiva, según que la tasa de expansión elegida coincidiese con el valor de mercado máximo para las acciones (solución de los accionistas), o bien -

con una cotización inferior que indica el peligro de absorción en bloque (solución gerencial).

Esta dicotomía queda claramente remarcada en los modelos de crecimiento desarrollados por Robin Marris, en los que existe un punto que representa la solución clásica de los empresarios-capitalistas y varios puntos que pueden corresponderse con soluciones de naturaleza directiva, aunque bien es verdad que este autor no aclara si la función de evaluación corresponde a la serie de beneficios esperados calculados de acuerdo con la asignación de recursos neoclásica, (beneficios máximos) o bien con otra asignacion de carácter gerencial (beneficios satisfactorios). Sin embargo, no hay duda de que la solución propugnada como más probable para el caso de la gran empresa (solución lexicográfica) es netamente gerencial, por cuanto que supone que la tasa de expansión óptima no es aquélla que maximiza la función de evaluación, sino una tasa superior que se corresponde con la cotización mínima de las acciones por debajo de la cual el riesgo del "take-over" sería una realidad altamente probable. Esto implica reconocer un predominio claro del estamento directivo.profesional que preferirá supeditar beneficios en aras a potenciar la expansión, por lo que nos es dado suponer que Marris reconoce implícitamente la asignación de los recursos en el seno de la organización mercantil de grandes proporciones, en base a criterios gerenciales en sentido amplio y no en base a las reglas de conducta supuestas por la teoría convencional de la empresa.

Finalmente, por lo que respecta al modelo de crecimiento propuesto por Baumol, oportunamente pusimos de relieve la confusión que parecía desprenderse de su exposición en lo relativo a la naturaleza de los beneficios considerados a efectos de determinar la tasa de expansión de equilibrio, puesto que, por una parte, al establecer el supuesto operativo de la competencia pura parece evocar los de la teoría ortodoxa de la em-

presa, mientras que más adelante viene a decir que los componentes de la serie de beneficios se corresponden con las cifras de beneficios mínimos satisfactorios inherentes a su propuesta estática de naturaleza directiva, según la cual la gran empresa persigue la maximización del volumen de ventas condicionada a la obtención de un volumen satisfactorio mínimo de ganancias. Dejando a un lado esta cuestión oscura, entendemos que la solución aportada por Baumol en cuanto al ritmo de expansión queda vinculada al cuadro de preferencias de los capitalistas-propietarios, pues al hacer coincidir la tasa de crecimiento de equilibrio en el punto en el que se maximiza el valor actual de los beneficios de todo el horizonte temporal considerado, en realidad viene a situar la tasa de expansión en el punto máximo de la función de evaluación diseñada por Marris, no concibiendo ningún otro tipo de discrecionalidad directiva en lo relativo al comportamiento del mercado bursátil, tal como se desprende de la opinión de este último autor, que podría conducir a otra tasa de expansión directiva de mayor envergadura, probablemente más acorde con el comportamiento real de las grandes corporaciones modernas.

Llegados a este punto debemos aludir nuevamente a algo que ya pusimos de manifiesto al formular nuestro juicio crítico en torno a las posibles alternativas de comportamiento de naturaleza estática. (178) En primer término, justificamos que la asignación de recursos en base a los postulados de maximización neoclásica de los beneficios no tenía sentido en la actuación real de las grandes corporaciones comandadas por un estamento directivo profesionalizado que disfruta de una invulnerabilidad casi total; en cambio, la asignación de recursos real parece acomodarse aproximadamente al criterio propuesto por O.E. Williamson, lo que supone

admitir cierta relajación en cuanto al postulado de maximización de beneficios, dando paso a ciertas prioridades preferidas por el estamento directivo y que podrían concretarse en aspectos tales como gastos de plantilla no estrictamente productivos, gastos de -- laxitud organizativa en forma de emolumentos, inversiones discrecionales no puramente rentables en términos económicos, aumentos de la cifra de ventas en detrimento parcial de beneficios potenciales alcanzables, etc. Esto querría decir que los componentes - de la serie de beneficios que deben tener cabida en un modelo de crecimiento para las grandes compañías con visos de realismo debieran proceder de un enfoque directivo de las características - apuntadas.

En segundo término, tal como comentamos en el epígrafe III del juicio crítico formulado respecto al modelo de O.E. Williamson, dicho modelo sólo es capaz de predecir determinadas leyes de conducta observadas en el seno de las grandes compañías, - más no sirve para fijar los programas reales de actuación de las mismas, puesto que en la práctica lo que suele seguirse es un procedimiento de fijación de los precios en base a los costes reales de las compañías, bajo la pretensión de alcanzar una tasa planeada de beneficios satisfactorios, teniendo en cuentra dentro de los presupuestos de costes y de beneficios los pormenores de discrecionalidad directiva destacados por el referido autor.(179) Esto puede hacerse así, entre otras razones, porque, por lo general, - la gran empresa diversificada goza de una posición oligopolística dentro de los mercados de sus productos, lo que le permite imponer unos precios capaces de alcanzar una tasa de beneficios satisfactoria planeada sobre los recursos financieros propios disponi-

bles, requisito necesario para que las acciones de la compañía reciban una buena acogida por parte del mercado de capitales, dentro del carácter más bien acomodaticio que configura la actuación de los inversores bursátiles, siempre y cuando que los beneficios y dividendos declarados junto con las expectativas de crecimiento alcancen unas cotas aceptables. En resumen, para lograr una aproximación efectiva al comportamiento real de las grandes empresas, estimamos que las cifras de beneficios que definen el modelo de crecimiento debieran corresponder a la tasa de beneficios satisfactorios planeada aplicada sobre los recursos financieros propios esperados en los distintos períodos del horizonte temporal contemplado.

Evidentemente, ninguno de los modelos de crecimiento expuestos a lo largo del presente capítulo adopta explícitamente esta postura en lo tocante a este paso previo de la definición de los beneficios de la serie que va a determinar la tasa de expansión de equilibrio. Sin embargo, es claro que un modelo realista para la gran empresa debiera señalar la impronta eminentemente gerencial del comportamiento de esta clase de organizaciones mercantiles. Esto viene a demostrar que aunque la hipótesis del crecimiento sea un postulado válido para configurar el comportamiento global, último y permanente de la corporación moderna, no obstante, de cara a la elaboración de un modelo de crecimiento que permita llegar a una solución operativa en lo referente al ritmo esperado de expansión de aquélla, no queda más remedio que elaborar la relación principal del modelo teniendo en cuenta este rasgo de la conducta empresarial en torno a la determinación de los beneficios. El silencio de los modelos expuestos, en el mejor de los casos, en lo relativo a este paso previo, significa una nota desfavorable de los mismos en cuanto a su utilidad en el proceso real

de adopción de decisiones. De manera que los modelos que propug-- nan prioritariamente la preferencia por el crecimiento puede de-- cirse que son más realistas que los que postulan escuetamente la maximización estática de una función de utilidad de los capitalis tas-propietarios o de la alta dirección, porque es evidente que - más que la utilidad referida a un período aislado, lo que se bus- ca es la utilidad prolongada a lo largo de un horizonte temporal dilatado (supervivencia) y porque además el crecimiento es una fi nalidad congruente con la conformación de las fuerzas imperantes dentro de la gran unidad de producción del capitalismo más avanza- do, en el que, por una parte, la separación entre propiedad de los recursos financieros y manejo de los mismos es un hecho consolida- do y, por otra parte, los administradores de los recursos gozan - de claros privilegios a su favor en relación con los capitalistas- propietarios, razón por la cual el crecimiento en condiciones de seguridad encaja perfectamente dentro de su cuadro motivacional. Sin embargo, para que dichos modelos puedan ser operativos en el proceso de adopción real de decisiones deben ser una interpreta-- ción lo más fiel posible de los fenómenos que subyacen en la mecá nica operativa de las grandes compañías. Los modelos de crecimien to expuestos adolecen de un primer defecto de esta naturaleza, -- por cuanto que no desentrañan debidamente los pormenores en que - se basa la determinación de los beneficios. Por ello, su valor se reduce al mero análisis conceptual del fenómeno del crecimiento, más su valor prescriptivo es de escasa entidad. (180).

Ahora bien, la falta de operatividad de los modelos de crecimiento planteados no sólo dimana de una interpretación simplificada o incorrecta en lo relativo al proceso de deteminación de los beneficios, sino que además y de modo fundamental la con--

formación de la función que establece el valor de mercado de las acciones o función de evaluación, así como otros pormenores tales como la restricción mínima de seguridad correspondiente al riesgo del take-over, se apartan excesivamente del desarrollo de los hechos reales.

En este sentido, debiéramos referirnos, en primer término a la aportación de Baumol, ya que ésta se diferencia de las de Marris y O.J. Williamson al no tener en cuenta el comportamiento del mercado bursátil dentro de su proceso de evaluación de la tasa de crecimiento óptima, lo que le otorga una cierta singularidad con respecto a la objeción formulada en el último párrafo. El modelo que propone Baumol trata de definir la tasa de expansión óptima capaz de maximizar los beneficios reales declarados correspondientes a un horizonte temporal ilimitado. Pues bien, muchas de sus hipótesis son excesivamente frágiles, por lo que su posible aplicación en el proceso real de adopción de decisiones queda totalmente excluída, aparte del defecto ya comentado de su incompatibilidad con la solución gerencial del problema al defender una maximización a ultranza del volumen de beneficios, a pesar de las reservas apuntadas respecto a su contradicción aparente. Los supuestos de competencia pura, función de producción lineal y homogénea que permanece inamovible a perpetuidad, tasa de crecimiento constante con carácter indefinido, tasa de descuento única para todo el horizonte temporal, etc. constituyen supuestos excesivamente restrictivos como para pensar que la solución del modelo puede tener un aprovechamiento práctico de cara a la adopción de decisiones por parte de la alta dirección. (181) Por último, una solución de esta clase que prescinda de la incidencia bursátil de la política adoptada no parece ser consecuente con la relación entre el estamento directivo y el cuerpo de accionistas, cuyo punto de conexión principal queda centrado en las reacciones del merca-

do de capitales ante la trayectoria seguida por la firma.

En cuanto a las aportaciones de Marris y J.Williamson, debemos señalar, en primer lugar, que es del todo improbable que la valoración de mercado de las acciones se ajuste a los criterios expuestos, según tuvimos ocasión de poner de manifiesto en el Capítulo 6 apoyándonos, sobre todo, en las críticas formuladas por Clendenin y Van Cleave. Pensar que el comportamiento de los inversores bursátiles se ajusta a unos patrones estrictamente racionales de conducta y que el mercado de capitales es totalmente transparente, sin que existan imperfecciones notables, es un grave -- error de bulto, si es que el modelo de crecimiento planteado se - pretende que desemboque en una tasa de expansión idónea que tenga utilidad práctica. Por otro lado, la consideración de la restricción de cotización mínima representativa del riesgo de aparición del take-over puede ser un supuesto relativamente válido, aunque probablemente no sería el único que defina en la práctica la finalidad de supervivencia o seguridad perseguida por el equipo de alta dirección. Aparte de esto, existe la cuestión de delimitar el nivel en el cual este riesgo se convertiría en verdadero peligro real. La solución de decir que este nivel puede prefijarse -- siempre exógenamente o que a menor tasa de evaluación de las ac-- ciones el peligro de take-over aumenta, etc. no deja de plantear problemas prácticos. Así, el estudio empírico llevado a cabo por Singh (182) no parece demostrar que las empresas con baja tasa de evaluación sean una presa relativamente fácil, ni tampoco que --- aquellas compañías cuyas tasas de evaluación sean elevadas tengan una menor probabilidad de ser absorbidas. El estudio de este autor revela que hay casos de todo, lo que puede poner en entredicho la eficacia de la restricción de seguridad sustentada por Marris y

J. Williamson, mientras que, en cambio, un estudio similar emprendido por Kuehn (183) parece confirmar relativamente bien la opinión de estos autores.

Si bien el modelo de Marris (o el de J. Williamson) conjuga las dos soluciones de maximización de la utilidad del horizonte temporal concretada en la tasa de expansión, es decir, aquélla que resulta de la perspectiva de los accionistas y aquella otra que dimana de la perspectiva gerencial, inclinándose por esta segunda en el supuesto general de actuación de las grandes compañías, sin embargo, la tasa óptima que resulta de acuerdo con sus hipótesis básicas no puede ser significativa, a causa de las imperfecciones existentes en el mercado de capitales, de la falta de racionalidad prevista respecto a la cotización de las acciones, de la incertidumbre, etc. (184) Es evidente que en la gran empresa de inspiración gerencial existirá cierta discrecionalidad directiva que realzará el papel del aumento contínuo de dimensión, pero esta mayor inclinación hacia el crecimiento no puede quedar identificada con los modos de proceder utilizados por los referidos autores. (185) Sus respectivos modelos son totalmente inoperantes porque no representan debidamente cómo transcurren los hechos en la realidad. Así, las cotizaciones de las acciones no se ajustan a unos cálculos tan sofisticados como los que establecen estos modelos, pues ni se dispone de una guía segura que permita extraer los datos necesarios para semejantes cálculos, ni los supuestos subyacentes con respecto a la conducta de los agentes económicos son válidos, etc.; tampoco tiene mucho sentido planear un ritmo de crecimiento constante a perpetuidad, máxime cuando los hechos revelan que la senda del crecimiento empresarial está salpicada de fases de diferente intensidad; las relacio

nes funcionales entre la tasa de descuento utilizada por los accionistas y la tasa de expansión, por un lado, y entre la tasa de rentabilidad y la tasa de expansión, por otro, son difícilmente evaluables; la fijación del nivel de cotización que marca la amenaza de absorción es altamente conjeturable, etc. (186)

Hay otra cuestión muy controvertible en las elaboraciones de Marris y J. Williamson que constituye un lastre más para la operatividad de sus modelos en el proceso de adopción real de decisiones. Nos referimos a la supuesta neutralidad de la fórmula financiera elegida para llevar a cabo el aprovisionamiento de recursos financieros del programa de expansión resultante. Evidentemente, los requisitos exigidos para que dicha neutralidad fuera efectiva (ambiente de certeza, mercado de capitales perfecto, ausencia de discriminación fiscal y de costes de transacción, etc.) no se dan en el mundo real. Dentro del contenido del presente capítulo hemos comentado extensamente este pormenor, llegando a la conclusión de que la intercambiabilidad de los recursos financieros procedentes de beneficios retenidos o de la emisión de nuevas acciones no constituía, de ningún modo, una fórmula absolutamente neutral, así como que tampoco los topes indicados para los recursos financieros disponibles para el crecimiento representan los cauces reales que gobiernan el ritmo de la expansión de los grandes negocios.

Por contra, la opinión de que existe cierta intercambiabilidad no neutral entre beneficios retenidos y emisión de acciones por intermedio de la política de dividendos adoptada se nos muestra como una realidad más acorde con el desarrollo de los acontecimientos. Asimismo, la contribución de hecho de los beneficios retenidos a la financiación del crecimiento suele ser muy

superior al de la emisión de nuevas acciones lo que prueba, al menos, que la pretendida inocuidad de la fórmula financiera no se cumple, sino que es clara la predilección por los beneficios retenidos, a causa de la independencia y seguridad que otorgan éstos a los dirigentes empresariales. (187)

En otro lugar del presente trabajo, ya expusimos nuestra opinión de que el dividendo satisfecho es un factor de coste más, bajo la perspectiva gerencial, cuya magnitud vendrá prefijada por los hábitos o modos de actuar imperantes en el mercado financiero en conjunción con otros aspectos y, de modo especial, - con la política de emisión de nuevas acciones deseada en cada momento por los máximos dirigentes empresariales, pues este pormenor tendrá una gran importancia a la hora de cuantificar definitivamente la cuantía del dividendo real declarado en las diferentes etapas de la vida de la compañía. Por este motivo, la contribución al crecimiento de los beneficios retenidos resulta más -- bien determinada, teniendo en cuenta que las grandes empresas suelen establecer de antemano una tasa de beneficios satisfactoria planeada y que existen unos pagos de dividendos prácticamente predeterminados en función de las pautas imperantes en el mercado, - de la política deseada de ampliación del capital social,etc.(188)

En cuanto a la contribución de las demás fuentes financieras al crecimiento para llegar a la tasa global de expansión, habría que hacer algunas puntualizaciones respecto a las que son consideradas por los modelos teóricos de crecimiento expuesto (emisión de acciones y recursos ajenos a largo plazo) y aparte de -- ello, respecto a aquellas otras que no aparecen recogidas explícitamente en dichos modelos, pero que, sin embargo, contribuyen -- efectivamente al ensanchamiento de la dimensión de la gran empre-

sa. Con relación a los canales considerados por los referidos modelos, en la gran compañía suficientemente consolidada suele observarse una clara tendencia hacia el mantenimiento de una determinada proporción entre las fuentes de los recursos que financian el proceso de expansión, lo que parece indicar que la magnitud -- temporal del crecimiento tiende a mantenerse estable, en líneas generales, arrastrada por la cifra de beneficios retenidos que resulta prácticamente predeterminada merced a la política seguida en cuanto a la tasa de beneficios satisfactoria planeada y a la política de dividendos sostenida habitual dentro de esta clase de compañías. (189) Sin embargo, esta estabilidad de la tasa global de expansión no es del todo completa y, sobre todo, no permanece indefinidamente, sino que, por el contrario, la estabilidad suele referirse a tramos o etapas temporales, cuya intensidad se enlaza, entre otras cosas, con la coyuntura por la que atraviesa el sistema económico fundamentalmente. Por todo ello, la tasa de expansión real que adopta la gran empresa viene efectivamente condicionada por el volumen de recursos financieros disponibles, dentro de la secuencia de los acontecimientos relatada, por encima - incluso de la incidencia de los costes de expansión; la fluctuación más o menos cíclica del ritmo de expansión se vincula a la - evolución del sistema económico que marca la pauta de las oportunidades de expansión rentables y de disponibilidad de recursos financieros para aprovechar las mismas. En definitiva, unos modelos que definan tasas inamovibles de expansión y que partan de la neutralidad de la fórmula financiera son realmente inapropiados en cuanto a su posible utilización en el proceso de adopción de decisiones. (190)

Ahora bien, el crecimiento de la gran empresa se finan

cia también a través de otros canales singulares, de naturaleza indirecta o solapada, que pueden adquirir gran trascendencia y - que no son considerados explícitamente en los modelos expuestos. Destacan, sobre todo, las formas de crecimiento externo, por ab-- sorción o toma de control de otras compañías en funcionamiento.- Efectivamente, la adquisición de empresas en marcha constituye uno de los cauces característicos de las grandes compañías y su incidencia no puede ser juzgada del mismo modo que el crecimiento interno, en cuanto a la aparición de costes de expansión. La adquisición de otras compañías suele ampararse, con frecuencia, en privilegios bursátiles en favor de las grandes compañías y, consecuentemente, en discriminaciones estructurales inherentes al sistema económico que trata con severidad incomprensible a otras empresas de menor envergadura. Pues bien, merced a estos hechos se pueden adquirir a precios ventajosos empresas en funcionamiento rentables que pueden contribuir a elevar incluso los beneficios - por acción de la gran compañía adquirente, posibilitando de esta suerte un ritmo de progresión más rápido que el que resultaría - del volumen de beneficios retenidos más los nuevos recursos financieros captados a través de la emisión de nuevas acciones o em--- préstitos, ya que el canje de títulos suele ser un procedimiento habitual de encauce de esta clase de transacciones.

Cuando se tiene en cuenta el fenómeno del conglomerado financiero y el crecimiento externo por absorción hay que considerar, como mínimo, un posible efecto sinérgico obtenido por medio de la expansión diversificada que se traducirá en que el PER de - las grandes compañías progresivas vaya en aumento, con lo cual - crecen las posibilidades de captación de nuevas compañías en marcha, cuyas acciones se encuentran depreciadas en relación con las

de las compañías absorbentes. Pero además de esta tendencia al alza de los beneficios por acción que deriva normalmente de la absorción de empresas en funcionamiento, el crecimiento externo y la formación de un conglomerado financiero resultan coherentes con la seguridad que debe presidir el quehacer de la alta dirección. Así, la incorporación de empresas de objeto social diverso reduce el coeficiente de correlación existente entre las diferentes explotaciones, lo que otorga mayor estabilidad a la gran compañía, tanto en lo que se refiere a la obtención de beneficios, como a la garantía de la expansión futura, reducción del riesgo global de ruina, etc. (191) En consecuencia, la consideración de estas transacciones constituye un componente imprescindible de los modelos de crecimiento.

Debemos añadir, por lo demás, que la afluencia de estas transacciones de compra de empresas en marcha o de paquetes de control depende en gran medida de la coyuntura particular de cada época, lo que es un argumento más en relación con la oscilación del ritmo de crecimiento de las grandes compañías por intervalos de tiempo. Así, cabe suponer que, en momentos de atonía importante, aumentan las perspectivas de este fenómeno y, en cambio, disminuyen las perspectivas del crecimiento interno, pues las dificultades se harán sentir antes en las empresas de mediana dimensión apenas diversificadas que en las grandes altamente diversificadas, lo que facultará a estas últimas para adquirir, en mejores condiciones, empresas que están atravesando un bache grave.

Otra muestra más de crecimiento solapado viene constituida por las operaciones de compra de paquetes de acciones de otras empresas que garantizan el control de las decisiones sin ne

cesidad de adquirir la totalidad del capital social. Pues bien, estas operaciones suponen un nivel de expansión superior al que parece desprenderse de la incidencia contable de la transacción, puesto que el ensanchamiento total de los recursos manejados por los dirigentes de la gran compañía matriz puede considerarse referida igualmente a los intereses minoritarios de las empresas en las que realizan sus inversiones de control. La tasa de expansión efectiva debe tener en cuenta la adición de recursos financieros correspondientes a los intereses minoritarios de compañías controladas, pues estos recursos caen bajo la influencia de las altas autoridades del grupo. (192)

Finalmente, habría que aludir igualmente a la incidencia de las dotaciones a las amortizaciones y provisiones que constituyen una elevada porción del cash-flow interno generado y que no siendo beneficios, en sentido estricto, sin embargo, contribuyen en gran medida a potenciar el ritmo de expansión de la gran compañía, sin perjudicar la renovación de las inversiones que van agotando su ciclo de vida útil. (193) El silencio de los modelos de crecimiento expuestos en relación con la contribución de este canal a la tasa de expansión constituye otra prueba de insuficiencia de dichos modelos en el proceso de adopción real de decisiones en torno a la tasa de crecimiento satisfactoria deseada por la alta dirección.

En resumen, la hipótesis del crecimiento seguro constituye, a nuestro entender, una interpretación genuina de lo que debe entenderse por meta global, permanente y última de las grandes compañías de la época actual, sin embargo, la determinación de la tasa a la que debe tener lugar el aumento de la dimensión en los

sucesivos momentos es algo que desborda los moldes trazados en los modelos de crecimiento expuestos. Basados en esta misma perpectiva, intentaremos configurar en el próximo capítulo, nuestro punto de vista respecto a la cuantificación temporal de la tasa de expansión satisfactoria, inherente a las aspiraciones de la - alta dirección, a los componentes y restricciones que definen en síntesis, así como respecto a una serie de cuestiones claves que podrán darnos una idea general de lo que constituye lo que hemos dado en llamar comportamiento financiero de las grandes organizaciones mercantiles que nos servirá para enjuiciar la actuación de los dirigentes dentro de la etapa del capitalismo monopolista.

APENDICE: Modelos microeconométricos de crecimiento de Edwin Kuh

Edwin Kuh (194) estudia el crecimiento de las empresas, a partir de la hipótesis de maximizacion del valor actual de la serie de beneficios esperados a través de las oportunidades de inversión con que se encuentra la empresa a lo largo del tiempo. La factibilidad de las inversiones dependerá de los beneficios que se esperan obtener a partir de las mismas, con lo que el estudio del crecimiento empresarial debe vincularse a la existencia de proyectos de inversión rentables. Por consiguiente, sólo si existen oportunidades de inversión, el crecimiento será una realidad; la disponibilidad de recursos financieros no determina la realización de las inversiones, sino en todo caso condiciona el ritmo de las mismas cuando existen restricciones en cuanto a su volumen, ya impuestas por el mercado de capitales, ya autoimpuestas por los propios dirigentes de la compañía para evitar la dependencia que acarrea acudir a financiaciones exteriores.

Kuh comienza por estudiar algunos de los modelos econométricos más conocidos de comportamiento de la inversión en base a las teorías de utilización de la capacidad de Clark, Chenery, Goodwin, etc. (195)

La versión más extendida del modelo de capacidad viene representada por la siguiente relación:

$$I_t = a_1 X_t - a_2 K_{t-1} \qquad [1]$$

que viene a indicar que las inversiones de un período (expansión del capital) dependen del output corriente y de las inversiones acumuladas hasta la fecha.

Chenery sugiere el modo lógico de estimar a_1 y a_2 significando que la acumulación de capital hay que basarla en el principio de aceleración, según el cual la inversión es estrictamente proporcional a la variacion positiva del output, y en la rapidez de reacción frente al desequilibrio en la relación capital/output derivada de la modificación del output. Chenery propone la siguiente relación:

$$I_t = b\ (\beta\ X_t - K_{t-1}) \qquad [2]$$

siendo:

I_t = volumen de la inversión llevada a cabo durante el período t

X_t = output esperado en el período t

b = coeficiente de reaccion, $o < b \leqslant 1$

$\beta = K_t^D / X_t^D$ relación capital producto deseada.

La equivalencia entre las relaciones [1] y [2] puede establecerse teniendo en cuenta que $a_1 = b\beta$ y $a_2 = b$, Kuh señala, - por tanto, que "la inversión es proporcional a la diferencia entre el capital óptimo (representado por el término βX_t) y el capital real al comienzo del período, teniendo presente que la predicción del capital deseado se basa en la hipótesis de que los niveles actuales de ventas proseguirán en el futuro". (196)

La inversión de cada período trata de acomodar el capital acumulado al capital deseado, pero se supone que el ajuste es parcial ya que $o < b \leqslant 1$, ya por desfases de gestacion de las inversiones, ya por retrasos en el proceso de adopción de decisiones etc.

Comoquiera que: $K_t - K_{t-1} = I_t$ la [1] y la [2] pueden dar paso a la ecuación en diferencias que sigue:

$$K_t = a_1 X_t + (1-a_2) K_{t-1} \qquad [3]$$

cuya expresión general es la siguiente:

$$K_t = (1-a_2)^t K_o + a_1 \sum_{T=1}^{t} (1-a_2)^{t-T} X_T \qquad [4]$$

y teniendo en cuenta las equivalencias de los coeficientes con -- respecto a la formulación de Chenery, se llega a esta expresión general de la ecuación en diferencias:

$$K_t = (1-b)^t K_o + b\beta \sum_{T=1}^{t} (1-b)^{t-T} X_T \qquad [5]$$

Estas expresiones representan el proceso de acumulación de la empresa. Puede observarse que a medida que nos alejamos del origen del horizonte temporal, el primer miembro $(1-b)^t K_o \longrightarrow o$, por lo que el volumen de capital de la empresa en crecimiento depende principalmente del promedio ponderado del output actual y - de los outputs de períodos anteriores; si bien la influencia de los outputs más alejados es proporcionalmente menor. De todas formas, siempre existe alguna discrepancia entre la cifra de inversiones - acumuladas deseadas y las realmente poseídas.

Koyck, partiendo de premisas similares, defiende el proceso de ajuste parcial de acumulación de capital en respuesta a la variación del output, señalando la existencia de "lags" o desfases entre el capital deseado y el capital real de la firma, los cuales son menos importantes para los períodos más alejados. Este autor - propone el siguiente modelo simplificado:

$$K_t = \alpha_o \sum_{i=o}^{\infty} \lambda^i X_{t-i} \quad , \quad o \leqslant \lambda < 1 \qquad [6]$$

el volumen de capital acumulado depende de los outputs de todos los períodos anteriores, siendo un sumatorio exponencial ponderado de todos ellos. El modelo de Koyck es análogo al de Chenery, representado en la relación [5], considerando $\lambda = 1-b$, mientras que $\alpha_o = b\beta$. Cuando λ se aproxima a cero, el capital real se aproxima al capital deseado, siendo estrictamente proporcional al output esperado, mientras que si se acerca a la unidad, el proceso de ajuste es muy lento.

Los principales desfases entre el capital deseado y el capital real acumulado son debidos a varios factores: a) desde que se modifica la variable de decision "ventas" hasta que se dotan las inversiones necesarias para poder alcanzar dicho volumen de ventas transcurrirá cierto tiempo (lag de gestación). Para programar una tasa de crecimiento de las ventas g es preciso disponer previamente de recursos financieros, luego es preciso realizar inversiones que acrezcan la capacidad de producción para poder llevar a efecto el crecimiento de actividad planeado, lo que requiere un cierto tiempo de gestación. (197) Es decir, el crecimiento financiero no se corresponde sincrónicamente con el crecimiento de actividad; el primero debe preceder al segundo. Este es un motivo por el que las tasas de expansión son inferiores a las que permitirían la evolución de las condiciones de la demanda; b) otra razón de la demora del crecimiento proviene de las restricciones financieras, pues si éstas frenan los desembolsos reales que pueden realizarse para aumentar la capacidad de produccion, el crecimiento de actividad queda demorado o parcialmente reducido. He aqui un motivo más para alterar el comportamiento financiero, dando entrada a fuentes de financiacion externas.

En el modelo anterior de Chenery se supone que la inversión periódica deriva del deseo de acercar o ajustar el volumen de capital al volumen de capital óptimo deseado en función del output presente, cuando en realidad cabe pensar que, debido a los "lags" de gestación, la inversión de cada período se verá influida por -- los desajustes provenientes de periodos anteriores. Por ello, una formulación más general del modelo daría paso a una relación del siguiente tenor:

$$\Delta K_t = I_t = b_1 (\beta X_t - K_{t-1}) + b_2 (\beta X_{t-1} - K_{t-2}) + \ldots \qquad [7]$$

Partiendo de esta premisa, puede darse paso a una nueva reformulación del modelo previamente establecido. Así, tendremos:

$$\Delta K_t = I_t = b (K_t^* - K_{t-1}) \qquad 8$$

en el que, como vemos, el aumento de las inversiones acumuladas - sigue dependiendo de la diferencia entre el volumen de capital deseado al final de cada período y el volumen de capital existente - al comienzo del mismo. Lo primero sigue siendo función del nivel - de ventas esperado a lo largo del periodo considerado, mientras -- que al volumen de las inversiones acumuladas al comienzo de cada - período deben añadirse las inversiones proyectadas en períodos antecedentes que se van a materializar en el curso del período actual.

Esto quiere decir que las inversiones que se realizan en cada período constan de dos partes: a) inversiones correspondientes a períodos anteriores que se cumplimentan en el presente $\hat{I}_t$; b) inversiones discrecionales o voluntarias propias de las necesidades del período actual $\tilde{I}_t$. Según esto, el incremento de bienes de capital de cada período resulta ser:

$$\Delta K_t = I_t = \hat{I}_t + \tilde{I}_t \qquad [9]$$

siendo $\hat{I}_t = f(X_{t-1}, X_{t-2}, \ldots . X_{t-\tau})$ [10]

y, por lo tanto:

$$\Delta K_t = \hat{I}_t + \tilde{I}_t = b\left[K^* - (K_{t-1} + \hat{I}_t)\right] \qquad [11]$$

con lo que las inversiones voluntarias del período t vendrían representadas por:

$$\tilde{I}_t = b\ (K_t^* - K_{t-1}) - (1+b)\ \hat{I}_t \qquad [12]$$

En consecuencia, el incremento voluntario de la cifra de capital real es menor que el incremento total del capítulo de los activos fijos habidos a lo largo de dicho período. He aquí una prueba más del desfase existente entre el crecimiento financiero y el crecimiento de la actividad . El primer concepto precede al segundo necesariamente, es decir, de todo el crecimiento de las inversiones programadas para un período, solamente una parte se aprovecha para incrementos el volumen de actividad de dicho período.

Una vez visto el modelo de acumulación de los capitales reales, Kuh pasa a considerar el crecimiento de los recursos financieros permanentes que se requieren para llevar a cabo los programas de expansión de las inversiones que miden el nivel de capacidad de la empresa. El comportamiento financiero e inversor deben ensamblarse conjuntamente. La tasa de reacción b del modelo de Chenery vendrá directamente influída por la disponibilidad de recursos financieros.

Kuh estudia, por orden, los dos casos siguientes:

a) La expansión se financia exclusivamente a través de los beneficios retenidos o del cash-flow generado por la empresa no repartido.

b) La expansión puede proyectarse acudiendo a los mercados de capitales, complementando el importe del cash-flow interno retenido.

Cuando el modelo de expansión arranca de las sumas de beneficios retenidos el ensamblaje de las políticas financiera e inversora, exige establecer las relaciones que definen los beneficios obtenidos por la firma por un lado, y la política de dividendos por otra.

En lo que se refiere a las funciones de beneficios, Kuh parte de dos hipótesis esenciales: a) las funciones de costes son lineales: b) los precios se establecen en función de los costes (mark-up). Señala tres formas posibles de presentar la función beneficios-ventas:

$$P_t = \alpha X_t \qquad [13]$$

$$P_t = \alpha' X_t - \gamma' \qquad [14]$$

$$P_t = \alpha'' X_t - \gamma'' K_{t-1} \qquad [15]$$

La [13] indica que el margen de beneficios es constante. Las funciones de ingresos y de costes son estrictamente lineales y la cuantía de los beneficios es proporcional al volumen de ventas del período correspondiente. A corto plazo, es poco verosímil este supuesto, ya que el capital y los costes fijos son relativamente constantes a corto plazo, por lo que los márgenes de beneficios deben variar en alguna medida con los volúmenes de ventas conseguí-

dos. De aquí que, a corto plazo, las relaciones [14] y [15] debieran ser consideradas de modo favorable. Así, si consideramos la - [15] y se supone que la relación capital/producto es relativamente estable y que los costes fijos son proporcionales al volumen de capital acumulado, la expresión quedaría transformada en:

$$P_t = (\alpha'' - \gamma''\beta)\ X_t \qquad [15']$$

que equivale a la [13] deducido un coeficiente del margen de beneficios, representativo de la influencia de los costes fijos.

Por lo que respecta a la distribución de los beneficios, Kuh acepta la opinión de Lintner (198) en el sentido de que las inversiones globales de los distintos períodos guardan correlación - con los beneficios obtenidos, teniendo en cuenta que las compañías tienden a estabilizar sus políticas de dividendos. Por ello, si -- los beneficios conseguidos son una fracción del volumen de ventas, si los dividendos pagados representan un porcentaje preestablecido y si el crecimiento va a financiarse mediante beneficios retenidos, de aquí que la magnitud de los beneficios es el verdadero determinante del ritmo de expansión de la empresa.

La política de dividendos de las empresas se ajusta a la siguiente ecuacion propuesta por Lintner:

$$\Delta D_t = c(D_t^* - D_{t-1}) + a \qquad [16]$$

en la que D_t^* representa el dividendo deseado y c es un coeficiente de ajuste $o < c \leq 1$. Lintner considera que el deseo de las empresas es pagar una fracción constante r de los beneficios P_t y, por ello:

$$\Delta D_t = c(rP_t - D_{t-1}) + a \qquad [16']$$

y si tenemos en cuenta que:

$$\Delta D_t = D_t - D_{t-1}$$

$$D_t = cr\ P_t + (1-c)\ D_{t-1} + a \qquad [17]$$

con lo que la expresión general de esta ecuación en diferencias - tendría la forma siguiente:

$$D_t=(1-c)^t D_o+cr \sum_{T=1}^{t} (1-c)^{t-T}P_T - \frac{a}{c}\left[(1-c)^t-1\right] \qquad [18]$$

Esta expresión denota la evolución temporal de la serie de dividendos pagados. Puede observarse que siendo $D_o=0$ o bien $D_o > 0$, a medida que nos alejamos del origen del horizonte temporal, el primer término $(1-c)^t\ D_o \longrightarrow 0$ y si eliminamos el término constante de la ecuación anterior, entonces la política de dividendos queda representada por una progresión geométrica decreciente del promedio ponderado de los beneficios anteriores. Si el coeficiente de ajuste de los beneficios c fuera nulo, ello implicaría que la empresa pagaría siempre el mismo volumen global en concepto de dividendos; por contra, si c = 1 ello indicaría que la compañía paga siempre el beneficio deseado, para lo cual sería imprescindible que el volumen de beneficios se mantuviera a niveles altos en correspondencia con los capitales empleados. (199)

Conocidas por una parte la expresión del proceso de acumulación del capital y por otro lado la expresión de la evolución temporal de la serie de dividendos, la igualación de las inversiones con los recursos financieros permitirá evaluar los coeficientes de reacción de las inversiones y de los dividendos de modo simultáneo

"Una empresa que decida pagar divi-

dendos de acuerdo con la hipótesis de Lintner e incrementar su capital de acuerdo con la relación Goodwin-Chenery debe elegir una combinación compatible única de coeficientes de reacción de ambas relaciones y un pago de dividendos a largo plazo si trata de adoptar una política de autofinanciación de manera consistente".(200)

En primer lugar, la ecuación de los dividendos debe -- transformarse en una ecuacion de beneficios retenidos:

$$R_t = P_t - D_t = (1-cr)\ P_t - cr \sum_{T=1}^{t-1} (1-c)^{t-T} P_T - D_o(1-c)^t \qquad [19]$$

considerando $D_o = 0$, la expresión de los beneficios retenidos queda definida por los dos primeros términos de la misma. Substituyendo los beneficios por su equivalente de la relación [ ] se llega a esta nueva expresion:

$$R_t = (1-cr)\alpha\ X_t - \alpha\, cr \sum_{T=1}^{t-1} (1-c)^{t-T}\ X_T \qquad [19']$$

La ecuación de inversiones vendría representada, subsituyendo [5] en [2] :

$$I_t = b\beta\ X_t - b^2\beta \sum_{T=1}^{t-1} (1-b)^{t-T}\ X_T \qquad [20]$$

Las dos relaciones anteriores deben igualarse, con lo - cual pueden plantearse las siguientes ecuaciones, vista la forma equivalente de ambas:

$$(1-cr)\alpha = b\beta \qquad [21]$$

$$b^2\beta\,(1-b) = \alpha rc(1-c) \qquad [22]$$

$$(1-b) = (1-c) \qquad [23]$$

sistema de ecuaciones con tres incógnitas b, c, r que pueden des-

pejarse dado que la tasa de beneficios sobre ventas α y el coeficiente capital/output β son datos del modelo.

Los coeficientes de reacción de los dividendos c y de las inversiones b son idénticos, para un margen de beneficios y una relación capital/output dadas. A partir de las relaciones anteriores se pueden llegar a establecer ciertas interdependencias funcionales entre las variables reseñadas:

Así, partiendo de [23] y [21] y substituyendo en [22] tendremos:

$$b^2\beta(1-b) = \alpha rc(1-c);\quad b^2\beta(1-b) = \alpha rc(1-b);\quad b(1-cr)\alpha = \alpha rc$$

$$r = \frac{1}{1+b}$$

lo que indica que el pago de dividendos deseados a largo plazo nunca puede ser inferior a 1/2, ya que $o < b \leq 1$. Cuando el coeficiente de reacción de las inversiones es muy pequeño, el coeficiente de pago de los dividendos es casi la unidad, es decir, todo el beneficio se reparte cuando la inversión programada es nula. Asimismo, a partir de la [22] llegamos a esta expresión:

$$\frac{b}{r} = \frac{\alpha}{\beta}$$

o igualmente se sabe que siendo $\beta = K_t^D/X_t$ y $P_t = \alpha X_t$ existe la siguiente relación:

$$\frac{P_t}{K_t^D} = \frac{\alpha}{\beta} \text{ y, por tanto, } \frac{P_t}{K_t^D} = \frac{b}{r}$$

P_t/K_t^D representa el tanto unitario de rentabilidad de los recursos acumulados y, de aquí, teniendo en cuenta que normalmente dicho tanto es inferior a la unidad y que $o < r \leq 1$, resulta que $b \leq r$. Esto quiere decir que el coeficiente de ajuste de las in-

versiones se encuentra condicionado por la tasa de rentabilidad de los recursos y su importe maximo no puede exceder del importe de la misma. Por lo tanto, en un modelo de crecimiento a base de autofinanciación exclusivamente, el dividendo que se desea pagar es el verdadero determinante de la tasa de crecimiento, dadas -- una tasa de beneficios y una determinada relación capital/producto. Si la empresa desea reaccionar con mayor rapidez en cuanto - al proceso de acumulación no tendrá más remedio que acudir a las fuentes de financiación externas. Como dice Kuh: "Las empresas - que se ajustan a la autofinanciación y a la política de dividendos del tipo de Lintner están obligadas a reaccionar lentamente a las variaciones de las necesidades de capital." (201) Si hay más expectativas de crecimiento que lo que permiten los beneficios - retenidos se estudiará la conveniencia de forzar el coeficiente - de reacción b acudiendo a la financiación externa. En un modelo de crecimiento a base de autofinanciación exclusivamente, la disponibilidad de recursos financieros restringe la tasa de reacción del proceso de ajuste de las inversiones.

Las correspondencias del modelo de expansión a través de autofinanciación que acabamos de comentar, se basan en una función de beneficios lineal y homogénea con respecto al output. En lugar de haber utilizado esta hipótesis podrían haberse utilizado funciones de beneficios de otras características, tales como las representadas por las expresiones [14] o [15]. La solución matemática se ajusta a los mismos cánones expuestos, si bien la introducción de una función de beneficios distinta podría dar lugar a interpretaciones algo diferentes de la que acabamos de referir.

considerado el supuesto restrictivo de

la procedencia interna exclusivamente delos recursos financieros que hacen posible el proceso de expansión de la firma. Sin embargo, este supuesto es demasiado esquemático como puede comprenderse, pues aunque existen empresas que confían únicamente en la autofinanciación para financiar sus proyectos de inversión, hay muchas más que recurren también a la financiación externa, en forma de recursos ajenos y/o aportaciones al capital, ya porque son indiferentes a la fuente de los recursos, ya porque encuentran ventajas positivas en los recursos exteriores.

No obstante, Kuh advierte que no debe llegarse a la -- idea simplista de que las empresas prefieren las fuentes de financiación externa por igual. Así, existen empresas que desearán -- mantener un coeficiente de endeudamiento constante en la estructura de sus recursos permanentes, con el fin de elevar los beneficios por acción de los accionistas actuales; otras, en cambio, muestran una clara aversión hacia el endeudamiento y otras se -- mostrarán reacias a emitir nuevas acciones para no diluir las reservas correspondientes a los socios antiguos, o bien para no incurrir en riesgos de pérdida del control de la compañía. Kuh, considera que la apelación a las fuentes externas tiene carácter -- subsidiario, es decir, que las empresas recurren a las mismas sólo cuando la política de autofinanciación cubre un porcentaje reducido del crecimiento potencialmente asequible. En otras palabras, este autor considera que los dirigentes empresariales tienen aversión a la financiación externa, porque contraviene su independencia y su seguridad pero que, sin embargo, acudirán a -- ella cuando el volumen de los beneficios que se espera recibir gracias a ella compensa más que de sobra los inconvenientes que se ace

Al llegar a este punto, Kuh generaliza su exposición - elaborando un modelo de crecimiento a largo plazo en el que intervendrán los recursos financieros de procedencia interna y externa en relación con la tasa de crecimiento deseado de los activos reales. La demanda de recursos externos conserva este rasgo de subsidiaridad, en cuanto que la hace depender de la demanda - de inversiones reales y de la oferta de fondos procedentes de la autofinanciación. El razonamiento de Kuh es, más o menos éste: a) hay una tasa de crecimiento deseada de las inversiones; b) hay unos beneficios conseguidos y una política de dividendos que dan como resultado una cierta cobertura de la expansión deseada de - las inversiones; c) el resto serán las necesidades de recursos - externos. Como vemos, este esquema contraría nuestro anterior argumental expuesto a lo largo de este trabajo, en lo que se refiere a las grandes compañías modernas, dado que la conducta de éstas que venimos defendiendo es más bien la contraria, o sea, que contando con los recursos financieros disponibles (la autofinanciación es el elemento motor, mientras que la emisión de acciones y de deuda sigue la trayectoria de la primera complementando la estructura financiera idónea prevista) se programa el ritmo de las inversiones a realizar. Esto es sobremanera significativo en el caso del conglomerado financiero, abiertamente considerado como tal, aunque también lo es cada vez más para la mayor parte de - las empresas de gran potencia que, poco a poco, van convirtiéndose en conglomerados abiertos o solapados.

Por consiguiente, en opinión de Kuh serán las expectativas de beneficios las que decidirán si se acude a los recur-- sos externos para redoblar el ritmo de crecimiento o si, por el contrario, éste se acomoda a la cuantía permitida por la autofinanciación. La vinculación entre tasa de crecimiento y tasa de

beneficios esperados es muy estrecha, pero las características relativas a la estructura del mercado o mercados en los que se desenvuelve la compañía pueden aportar diversas razones adicionales que pueden complementar esta visión funcional entre beneficios y crecimiento. El mantenimiento de las cuotas de mercado puede ser una razón poderosa dentro de los sectores de naturaleza oligopolística, con lo que pudiera darse el caso de que aunque el output adicional no sea marginalmente rentable, si la tasa de crecimiento de la demanda es fuerte, la compañía no tendrá más remedio que expansionarse para no perder posiciones con respecto a la competencia. Kuh sostiene que, en tales casos, no son los beneficios esperados los que sentencian la tasa de crecimiento que resulta más apetecible, sino más bien los beneficios deberían ser sustituidos por los costes de oportunidad de no crecer.

Kuh elabora un modelo completo de inversión-financiación a largo plazo, tomando como base los trabajos de Evsey D. Domar (202). Las hipótesis principales en que descansa el modelo son:

1ª) Las inversiones brutas crecen a una tasa constante anual.

2ª) Los bienes capital o inversiones fijas tienen una vida útil constante por término medio, es decir, la productividad media de estos bienes es la misma a lo largo de toda su vida.

3ª) Se utiliza el método lineal o constante de depreciación.

Kuh, critica la simplicidad de las hipótesis establecidas [redacted] de su modelo. Sus comentarios al res- [redacted] los términos siguientes:

1º) El crecimiento a tasa constante evidentemente no se corresponde con el comportamiento real adoptado por las compañías. Sin embargo, a largo plazo, puede sostenerse que la planificación se adapta aproximadamente a esta tendencia.

2º) La vida útil constante por término medio es un supuesto conveniente a modo de hipótesis de trabajo. Existen como es natural argumentos en abundancia para atacar esta premisa, pero el mantenimiento de la misma es un supuesto útil para el análisis y como promedio puede valer la proposición formulada.

3º) La depreciación constante responde más que nada a un comportamiento real muy extendido por el uso. Lógicamente, un planteamiento más económico podría dar entrada al fenómeno de la obsolescencia, dando paso a métodos de amortización acelerada. El modelo podría adaptarse para este supuesto, acarreando algunas complicaciones en cuanto a la especificación del mismo.

Notaciones empleadas

K = inversiones brutas acumuladas

I = inversiones brutas periódicas

P = beneficios netos (después de impuestos)

D = dividendos

E = recursos financieros exteriores (ajenos y propios)

F = dotaciones a las amortizaciones

R = beneficios retenidos

g = tasa de crecimiento constante de todas las magnitudes de flujo

m = vida útil media de las inversiones

p = tasa de rentabilidad neta de los recursos totales o inversiones brutas acumuladas, es decir: $p = P_t/K_t$

r' = tasa real de pago de dividendos, es decir: $r'=D_t/P_t$

v = valor actual de una renta unitaria a la tasa g durante m períodos: $g = \frac{1 - (1+g)^{-m}}{g}$

La expresión representativa del proceso de acumulación de las inversiones brutas de un modelo a tasa constante sería:

$$K_t = I_t \sum_{n=1}^{m} (1+g)^{-n} = I_t \left[\frac{1 - (1+g)^{-m}}{g} \right] = I_t \, v \qquad [24]$$

Las dotaciones a las amortizaciones representan una **m**-ésima parte de las inversiones brutas acumuladas, o sea:

$$F_t = \frac{K_t}{m} \quad \frac{I_t v}{m} \qquad [25]$$

Los beneficios totales se calcularán a la tasa constante a largo plazo p sobre las inversiones acumuladas

$$P_t = p \, K_t = p \, I_t v \qquad [26]$$

Los dividendos se pagarán a la tasa constante r' a largo plazo sobre los beneficios conseguidos:

$$D_t = r' P_t = r' p \, I_t v \qquad [27]$$

Los beneficios retenidos ascenderán a la tasa (1-r') a largo plazo sobre los beneficios conseguidos:

$$R_t = (1-r') \, P_t = (1-r') \, p \, I_t \, v \qquad [28]$$

(1-r')p representa por tanto la tasa de crecimiento mediante autofinanciación sobre la cifra de capital bruto.

En consecuencia, estableciendo la identidad inversión=

financ[redacted]

$$I_t = R_t + F_t + E_t$$

y substituyendo los beneficios retenidos y las amortizaciones - por sus expresiones equivalentes:

$$I_t = (1-r')p\ I_t v + \frac{I_t v}{m} + E_t \qquad [29]$$

y dividiendo ambos miembros por I_t tendríamos la fórmula de cobertura financiera de la inversión unitaria.

$$1 = v\left[(1-r')p + \frac{1}{m}\right] + \frac{E_t}{I_t} \qquad [30]$$

El primer componente indica la cobertura proveniente del cash-flow retenido (dotación a amortizaciones y a reservas), mientras que el segundo indica la cobertura de las inversiones a través de recursos externos (acciones y obligaciones). Si se supone -- que los recursos externos crecen por término medio de acuerdo - con una tasa exponencial g, la cobertura será siempre la misma.

Kuh examina a continuación la conciliación entre el modelo de crecimiento de autofinanciación -inversión a corto plazo, con el de financiación interna y externa- inversión a largo plazo. En el primero, la magnitud de la autofinanciación limita el ritmo de ajuste de las inversiones al capital deseado, mientras que en el segundo es la expansión de los activos fijos, cuya velocidad de ajuste depende de las oportunidades de inversión rentables en cada momento, la que busca la cobertura financiera -- cuando los beneficios retenidos no bastan para satisfacer los - programas de inversión factibles. El lazo de unión de ambas teorías se deduce de las siguientes palabras de Kuh: "La hipótesis básica es ésta: para márgenes de beneficios y relación deseada de capital/producto dadas, las empresas elegirán primeramente - un objetivo respecto al pago de dividendos a largo plazo y coe-

ficientes de reacción compatibles con la cobertura de la autofinanciación exclusivamente. Estos coeficientes, por su parte, determinarán la disponibilidad de fondos internos y, en el contexto del crecimiento exponencial, señalarán también la tasa de expansión que puede obtenerse sin recurrir a fuentes exteriores. Cuando el incentivo de los beneficios (o el incentivo puro de - crecer) a través de la utilización de recursos adicionales es - demasiado fuerte, las empresas que buscan el complemente de éstos, pueden crecer por tanto con mayor rapidez. Según esto, podemos crear una función de demanda de la fracción de los recursos solicitados de fuentes externas equivalente a la tasa de crecimiento de la empresa del exceso que no puede ser financiada mediante autofinanciación."(203) Lo que viene a decir Kuh es que en la estrategia de crecimiento a largo plazo, la financiación externa desempeña un papel residual, es decir, primero se atiende el crecimiento con los recursos autogenerados y si siguen -- existiendo oportunidades rentables de inversión se echa mano de los recursos externos.

La correlación de ambos modelos puede establecerse introduciendo la premisa adicional de que en el modelo a corto plazo el output crece a una tasa constante g, en lugar de considerar que crece de manera arbitraria en cada período, es decir, se -- considera que: $X_T = X_o(1+g)^T$. Introduciendo esta relación de -- crecimiento del output en la expresión [5] representativa del proceso de acumulación de capital se llega a esta expresión -- equivalente:

$$K_t = (1-b)^t K_o + b\beta X_o \sum_{T=1}^{t} (1-b)^{t-T}(1+g)^T \qquad [31]$$

la cual desarrollada toma la expresión siguiente:

$$K_t=(1-b)^t K_o+b\beta X_o\left[(1+g)^t+(1-b)(1+g)^{t-1}+\ldots(1-b)^{t-1}(1+g)\right]$$

y sumando la progresión geométrica del segundo componente:

$$K_t = (1-b)^t K_o+b\beta X_o(1+g)^t\left[\frac{1-\left(\frac{1-b}{1+g}\right)^t}{1-\frac{1-b}{1+g}}\right]$$

simplificando se llega a esta expresión:

$$K_t = (1-b)^t\left[K_o-\frac{b\beta X_o(1+g)}{b+g}\right]+\left[\frac{b(1+g)}{b+g}\right]\beta X_t \qquad [32]$$

El comportamiento de esta expresión dependerá a large plazo del segundo componente y más concretamente del coeficiente $b(1+g)/b+g$ que deberá ser siempre positivo, toda vez que el crecimiento es positivo necesariamente $g > o$. El primer componente de la expresión tiende a anularse a largo plazo debido al factor $(1-b)^t$. El coeficiente $b(1+g)/b+g$ tendrá como límite superior la unidad, dado que b tiene como límite el valor 1. Por consiguiente, el capital acumulado a largo plazo es proporcional al output. Cuando el coeficiente de ajuste de las inversiones b sea la unidad, la proporcionalidad es estricta, mientras que si $o < b < 1$ el capital acumulado es tanto menor cuanto menor sea el importe de este coeficiente de reacción.

Kuh extrae dos conclusiones más a partir de la expresión que refleja el proceso de acumulación a largo plazo:

- Dados un coeficiente de reacción b y un nivel del output X_t, el capital acumulado será menor cuanto mayor sea la tasa de expansión del output. Esto se demuestra derivando con respecto a g el coeficiente $b(1+g)/b+g$ que, como puede comprobarse, es negativo.

- Con respecto al primer término de la expresión, señala que aún cuando a largo plazo la influencia tiende a desaparecer, a corto plazo, puede influir significativamente. Si se admite que el capital deseado y el real, así como el output deseado y real coinciden, el coeficiente del primer término quedaría así:

$$K_o\left[1 - \frac{b(1+g)}{b+g}\right]$$

Puede deducirse entonces que el efecto del contenido del corchete es mayor para coeficientes de reacción reducidos, acercándose a 1 cuando b se aproxima a o. Igualmente, cuanto mayor sea la tasa de crecimiento para un coeficiente de reacción dado, tanto mayor se vuelve el valor del corchete. En definitiva, cuando coinciden una tasa de crecimiento elevada y un coeficiente de reacción pequeño la influencia del componente transitorio es elevada.

Hay que pasar a analizar a continuación el comportamiento de los dividendos en un contexto de crecimiento constante a largo plazo. Partiendo de la expresión [18], eliminado el tercer componente del segundo miembro de la misma, por las razones oportunamente apuntadas, se considera que así como el output crecía a una tasa constante g, en vez de crecer de forma arbitraria en cada período, también el volumen de beneficios aumenta a la tasa constante g, dada la función beneficios-ventas lineal y homogénea de que se parte, es decir: $P_T = P_o(1+g)^T$. En consecuencia, la expresión representativa de los dividendos adquiriría la forma siguiente:

$$D_+ = (1-c)^t D_- + cr P_o \sum_{T=1}^{t} (1-c)^{t-T}(1+g)^T \qquad [33]$$

la cual desarrollada adquiere esta expresión:

$$D_t = (1-c)^t D_o + cr\ P_o \left[(1+g)^t + (1-c)(1+g)^{t-1} + \ldots + (1-c)^{t-1}(1+g) \right]$$

y sumando la progresión geométrica del segundo componente:

$$D_t = (1-c)^t D_o + cr\ P_o (1+g)^t \left[\frac{1 - \left(\frac{1-c}{1+g} \right)^t}{1 - \frac{1-c}{1+g}} \right]$$

$$D_t = (1-c)^t \left[D_o - P_o \frac{cr(1+g)}{c+g} \right] + \left[\frac{cr(1+g)}{c+g} \right] P_t \qquad [34]$$

El comportamiento de los dividendos dependerá a largo plazo, del segundo componente y más concretamente del coeficiente $\frac{cr(1+g)}{c+g}$ que deberá ser siempre positivo. El primero --- tiende a anularse a largo plazo pues al crecer t, $(1-c)^t \to o$. El coeficiente tendrá como límite superior la unidad, cuando r y c sean la unidad, en cuyo caso, el dividendo se correspondería plenamente con los beneficios obtenidos y no habría reinversión de los recursos autogenerados. Salvo casos límites, los dividendos a largo plazo son proporcionales a las ganancias alcanzadas y, en último término al output, puesto que las ganancias a su vez son proporcionales al output.

Como puede apreciarse, dado el coeficiente de reacción de los dividendos y el nivel de beneficios, el dividendo es relativamente menor cuanto mayor sea la tasa de crecimiento. La conclusión es obvia, ya que cuanto más deprisa crezca la empresa, la autofinanciación lógicamente tiene que ser más abundante, ya que es la fuente de primera fila que se supone cubre las necesidades financieras del programa de inversiones.

Se puede llegar a determinar la relación entre el dividendo satisfecho y el dividendo deseado en el modelo de crecimiento a largo plazo a tasa constante.

La expresión representativa del comportamiento de los dividendos [34] puede considerarse determinada exclusivamente - por el segundo componente por los motivos apuntados, con lo que dividiendo dicha expresión por el volumen de beneficios se puede llegar a establecer la tasa de dividendos realmente satisfecha dentro del crecimiento a tasa constante:

$$\frac{D_t}{P_t} = \frac{cr(1+g)}{c + g}$$

si ahora se divide esta expresión por la tasa que la empresa - desea pagar a largo plazo concepto de dividendos que oportunamente designamos por r, se llegaría a una expresión que definiría el porcentaje que los dividendos realmente satisfechos representan sobre los dividendos que se desean pagar. Obviamente, el valor máximo de esta expresión es la unidad. Por consiguiente:

$$\frac{D_t/P_t}{r} = \frac{c(1+g)}{c + g}$$

que efectivamente será positiva y con un valor no superior a - la unidad, dado que $g > o$.

Lógicamente, cuanto mayor sea la tasa de crecimiento tanto menor habrá de ser la proporción entre dividendos satisfechos y dividendos deseados. Por otro lado, cuanto mayor sea el coeficiente de reacción c, tanto más se acerca el pago real de dividendos al pago deseado y cuando c = 1 el pago real y el pago

El punto más importante de la relación entre el modelo de crecimiento a largo plazo y el modelo de crecimiento a -- corto plazo radica en la incidencia que produce la disponibilidad de recursos financieros exteriores sobre la velocidad de -- reacción, en el supuesto de que la acumulación de las inversiones crece exponencialmente y con carácter permanente a la tasa real g. Se parte del supuesto de que la compañía recurre a la financiación externa con el fín de reaccionar más deprisa que lo que permiten los recursos obtenidos por vía de la autofinanciación exclusivamente. De manera que, en términos generales, al producirse una diferencia entre el capital acumulado deseado y el capital real existente, la compañía que acude a recursos exteriores después de haber agotado la autofinanciación puede llenar el bache de un modo más rápido, por lo que su ritmo de expansión puede ser superior. Kuh plantea las siguientes relaciones:

Notaciones:

σ = coeficiente de la inversión financiada con recursos externos = E_t/I_t

$(1-\sigma)$ = coeficiente de la inversión cubierta mediante autofinanciación: $R_t + F_t/I_t$

ρ = coeficiente adicional de reacción de las inversiones - derivado de haber recurrido a fondos externos

$$(1-\sigma)I_t = b(\beta X_t - K_{t-1}) \qquad [35]$$

$$\sigma I_t = \rho(1-b)(\beta X_t - K_{t-1}) \qquad [36]$$

La primera expresión muestra la capacidad de ajuste que permite la autofinanciación, mientras que la segunda señala la parte q[illegible]tre la inversión acumulada deseada y

la inversión poseída que no ha podido llevarse a efecto porque la autofinanciación era insuficiente va a realizarse con cargo a los recursos financieros procedentes del exterior. A partir de estas dos expresiones puede llegarse a una tercera que muestre el valor del coeficiente adicional de reacción de las inversiones correspondiente a los recursos exteriores recibidos:

$$\rho = \left(\frac{b}{1-b}\right)\left(\frac{\sigma}{1-\sigma}\right) \qquad [37]$$

Se desprende de aquí que cuanto mayor sea σ, es decir, cuanto mayor sea la proporción de recursos externos que financian los programas de inversión tanto mayor será la tasa real de crecimiento y tanto mayor será la reacción de la empresa ante la aparición de un bache entre el capital acumulado requerido y el realmente poseído. Cuando entra en juego la financiación externa debe cumplirse esta restricción obvia: $o < \rho + b - \rho b \leqslant 1$.

Kuh señala una diferencia significativa entre el modelo a corto y a largo plazo, relativa al distinto tratamiento que en uno y otro modelo se da a las dotaciones a las amortizaciones. - Así, en el modelo a corto plazo, la igualdad se planteaba entre inversiones y beneficios retenidos exclusivamente, mientras que en el modelo a largo plazo estas dotaciones se tenían en cuenta para cubrir las inversiones programadas junto a los beneficios retenidos (y los recursos exteriores). No obstante, las amortizaciones podían haber sido incorporadas también al modelo de crecimiento a corto plazo. Para ello podrían seguirse dos procedimientos alternativos. El primero de ellos consistiría en mostrar en la ecuación de capacidad: $I_t = b(\beta X_t - K_{t-1})$ cifras de inversiones brutas y de inversiones acumuladas brutas, en vez de cifras netas para I_t y K_t [redacted] n embargo, como hay que explicar tam-

bién el comportamiento de los dividendos para llegar a determinar los beneficios retenidos, tal planteamiento resultaría escasamente operativo para llegar a establecer finalmente la relación de equilibrio entre inversiones brutas y autofinanciación. El segundo de ellos es más cómodo e implícitamente es el que se ha seguido al desarrollar el modelo; consiste en suponer que las dotaciones de las amortizaciones se reinvierten, con lo que se deducen de ambos miembros de la ecuación de capacidad, dando paso a cifras netas de inversión que pueden igualarse con los beneficios retenidos. La influencia de los fondos recuperados a través del proceso de amortización en cuanto al ritmo de crecimiento es mucho más notable a largo plazo que a corto plazo. La programación de las inversiones a corto plazo depende sobre todo de los cambios en el volumen de la demanda y por ello de los beneficios alcanzados y de los beneficios retenidos en último término, mientras que los efectos de las amortizaciones son residuales; en cambio, a largo plazo el papel de las amortizaciones adquiere un mayor realce.

Teniendo en cuenta el conjunto de reacciones que pueden producirse tanto a corto como a largo plazo, la ecuación de ajuste de capacidad de Chenery a largo plazo, considerando conjuntamente los recursos financieros internos y externos debería tener la forma siguiente:

$$I_t = \left[b + p(g)(1-b) \right] \left[\sigma X_t - K_{t-1} \right]$$

en la que el proceso de acumulación de las inversiones no tiene por qué ser ya lineal, por culpa de los recursos financieros exteriores que pueden ser captados. Hay que suponer que se acude a los recursos externos a partir de una tasa crítica de crecimiento g^*.

or lo tanto, si la tasa de crecimiento real $g < g^*$, ρ = o puesto
ue el crecimiento puede financiarse totalmente a través de los
ecursos autogenerados.

COMENTARIOS Y RESEÑAS BIBLIOGRAFICAS DEL CAPITULO 10º

(1) "En un contexto expansivo la maximización de los beneficios se convierte en maximiación del valor de mercado de las acciones de la empresa. En otras palabras, el mercado juzgará si el crecimiento a través de la retención de beneficios o la superior renta de los accionistas a través de los dividendos incrementa más la riqueza de éstos y el efecto de estas apreciaciones se traslucirá en la tasa de evaluación". J.R. Wildsmith: Managerial theories of the firm. Op. cit. p. 127.

(2) "En verdad, al hablar con los ejecutivos de las empresas uno llega fácilmente a la convicción de que el crecimiento de la empresa es la principal preocupación del "top management". - Un óptimo estacionario repugnaría sin duda a los capitanes de las industrias, cuya principal aspiración no es seguramente- qué tamaño acabarán por adquirir (excepto si su tamaño consumado compromete su situación frente a los funcionarios encargados de las leyes antitrust), sino más bien a qué ritmo deben crecer". W.J. Baumol: On the theory of expansion of the - firm. American Economic Review. Vol. 52.- Diciembre,1962. P. 1.078. El artículo aparece reproducido en la obra editada por G.C. Archibald: The theory of the firm. Op. cit. pp. 318-27.

(3) "Maximizar el bienestar de los accionistas es por definición entonces equivalente a maximizar la tasa de evaluación, pudiendo concluirse que las políticas que encajan dentro de la maximización del bienestar de los dirigentes no alcanzarán - ambos objetivos". J.R. Wildsmith: Managerial theories of the firm. Op. cit. p. 127.

(4) Wildsmith denota la interrelación entre la teoría macroeconómica y microeconómica del crecimiento: "Presumiblemente el - crecimiento del sistema económico como un todo no transcurre de un modo misterioso con independencia del crecimiento de - sus partes constitutivas. Ni pueden las políticas macroeconómicas relativas al crecimiento operar con los resultados de - la teoría estática microeconómica, cuando una teoría dinámica predice un comportamiento distinto". Ibid. p. 84.

(5) Hay que hacer notar con Wildsmith, que las teorías del crecimiento no tienen por qué ser necesariamente de base potencial pues incluso si el criterio mantenido es maximizar la función de utilidad de los accionistas, sería preciso determinar la - tasa óptima de crecimiento. Ibid. p. 84.

(6) An introduction to theories of corporate growth. Artículo incluido en la obra editada por Marris & Wood: The corporate - economy. Op. cit. p.2.

(7) La cotización bursátil de las acciones de una empresa viene - determinada por muchos factores entre los que se incluyen las actitudes de los compradores y vendedores del mercado, sus expectativas respecto a los resultados de la empresa, su situación presente y las características del propio mercado (costes de las transacciones, coste y disponibilidad de la infor-

mación, oportunidades disponibles en el mercado, etc. Quizás el aspecto más crítico del problema y el más difícil de tratar es la cuestión de cómo los individuos valoran las consecuencias de poseer derechos de reclamar corrientes de ingresos futuros inciertos". Ch. Haley & L. Schall: The theory of financial decisions. Op. cit. p: 180.

(8) Vid. J. Lesourne: Modèles de croissance des entreprises. Op. cit. pp. 63-4.

(9) "Los modelos de base gerencial son, sin embargo, más generales que el modelo de maximización de beneficios en el sentido de que pueden mostrar éste como un caso especial, ofreciendo, en cambio, enfoques más fructíferos que son ignorados por el mismo". J.R. Wildsmith. Managerial theories of the firm. Op. cit. p. 125.

(10) "Se debe presumir que el principal interés de las empresas es continuar viviendo durante mucho tiempo y este hecho sugiere que los modelos estáticos son de limitada validez. Un modelo dinámico alternativo, incorpora el concepto de maximización de la riqueza el cual postula que las empresas tratan de maximizar el valor actual de los beneficios netos previstos del horizonte previsible." P.J. Curwen: Managerial economics. Op. cit. p. 77.

(11) On the theory of expansion of the firm. Op. cit.

(12) Sobre los criterios de elección posibles pueden consultarse los tres primeros capítulos de la obra de J, Lesourne: Modèles de croissance des entreprises, Op. cit. pp. 4-86.

(13) Las teorías de base gerencial son así más realistas en sus supuestos y como consecuencia de ello predicen respuestas que, en la mayoría de los casos, son diferentes de las de quienes aspiran a maximizar los beneficios y más próximas a las que se encuentran en la realidad". J.R. Wildsmith: Managerial theories of the firm. Op. cit. p. 125.

(14) On the theory of expansion of the firm. Op. cit. pp. 1.078-79.

(15) Para el caso de un producto x elaborado a partir de n factores, la función de producción para fabricar x^o unidades del producto sería $x^o = f(\bar{v}_1^o, \bar{v}_2^o, \ldots\ldots, \bar{v}_n^o)$; si el output creciese hasta αx^o, la función de producción sería: $\alpha x^o = f(\alpha \bar{v}_1^o, \alpha \bar{v}_2^o, \ldots\ldots, \alpha \bar{v}_n^o)$ Vid. J. Castañeda: Lecciones de Teoría Económica. Op. cit. pp. 255-69.

(16) Ibid. p.p. 303 y sgts.

(17) Vid. J.R. Wildsmith. Op. cit. p. 89.

(18) Vid. E. Vatteville: Introduction à l'analyse financière de la croissance des entreprises. Op. cit. p. 29.

(19) Hemos alterado ligeramente las notaciones utilizadas por Baumol, al objeto de acomodarlas en lo posible a las que hemos ver[illegible] largo del texto.

(20) Vid. Capítulo 6.

(21) Baumol excluye esta posibilidad de un valor infinito para la serie, considerando k como variable endógena, de tal manera que admite el supuesto señalado por Modigliani y Miller, entre otros, de que existe una relación funcional creciente entre k y g. Vid. el trabajo de estos autores: Dividend policy, growth and the valuation of shares.- Journal of Business. Octubre 1.961 pp. 411-33.

(22) Hay que tener presente que Baumol maneja cifras de beneficios globales en vez de tasas de rentabilidad, por lo que es evidente el carácter acumulativo de la serie de beneficios a través del proceso de crecimiento estudiado. Sería menester, por tanto, considerar implícito el supuesto de que la rentabilidad de los recursos propios r' correspondientes a los beneficios iniciales B era superior a la tasa de descuento k, utilizada, pues de lo contrario el criterio de maximización sería absurdo, puesto que aunque el valor actual de la serie con crecimiento fuese mayor en comparación al valor actual de la misma sin crecimiento, la política de reinversión perjudicaría notablemente a los capitalistas-propietarios que acabarían por plantear batalla a los dirigentes. Baumol sin embargo, silencia este extremo.

(23) W.J. Baumol: On the theory of expansion of the firm. Op. cit. p. 1079

(24) Terminología utilizada por R. Marris: The Corporate Economy. Op. cit. p.p. 11 y 282-3

(25) On the theory of expansion of the firm. Op. cit. p. 1080.

(26) Ibid. p. 1.081. Puede verse también A. Vateville: Introduction à l'analyse financière de la croissance de la firme. Op. cit. pp. 28-9. En nuestra exposición hemos introducido algunas modificaciones en la confección de la figura, de acuerdo con lo que hemos dejado dicho en (19). En nuestra figura el valor actual de los costes de expansión es nulo para la tasa de crecimiento nulo, mientras que para Baumol tiene valor positivo, cosa que no se entiende del todo teniendo en cuenta su definición de partida de los costes de expansión. Parece ilógico que si no existe expansión el valor actual de estos costes sea positivo.

(27) Según Marris hay una tasa de crecimiento autónomo o inmanente de la demanda que no requiere efectuar coste alguno de expansión. Baumol no alude a este hecho, por lo que si se tiene en cuenta la opinión bastante razonable de Marris la curva del valor actual de los costes de expansión debiera arrancar no del origen, sino de algún punto del eje de abscisas correspondiente a la tasa inmanente de crecimiento g. Volverá a manejarse este concepto al desarrollar los modelos de crecimiento de este autor. Vid. The modern corporation and economic theory. Trabajo incluído en la obra editada por Marris& Wood: The corporate Economy. Op. cit. p. 305. Puede consultarse asímismo el trabajo de Y. Ijiri & H.A. Simon. A model of business firm growth. Incluído en la obra editada por W.H. Starbuck: Organizational growth and development. Op. cit. p. 265-74.

(28) Baumol señala la complicación de que las cifras de beneficios previstos llevarán deducidas las cargas financieras de los recursos i y comoquiera que deberá existir cierta correspondencia entre i y k de aquí que pudiera pensarse que B no puede ser considerada constante a efectos de la diferenciación. Baumol sortea este obstáculo por medio de una hipótesis auxiliar que conduce igualmente a la negatividad de la expresión. On the theory of expansion of the firm: Op, cit. p.1082 nota a pié de página.

(29) Para mayor comodidad, $\frac{\partial \pi}{\partial g}$ queda representada por la notación πg y $\frac{\partial P}{\partial g}$ por la notación P_g. Con lo cual $\frac{\partial \pi g}{\partial g} = \pi gg$ y $\frac{\partial P g}{\partial k} = P_{gk}$.

(30) Vid. On the theory of expansion of the firm. pp.1083-85.

(31) Vid. J. Lesourne: Modèles de croissance des entreprises. Op. cit. pp. 87-95 y 333-66.

(32) On the theory of expansion of the firm. Op. cit. p. 1085.

(33) En palabras de Vatteville: "el gran tamaño procura menos satisfacción a la alta dirección que la tasa de expansión". Introduction à l'analyse financière de la croissance de la firme.-- Op. cit. p.16.

(34) Ibid. pp.1085-86.

(35) Ibid. p. 1.086.

(36) Ibid. pp. 1086-87. Hemos introducido algunas modificaciones, algunas de ellas sugeridas por Baumol, aunque sin formalización expresa, mientras que otras restricciones posibles como la relación Recursos permanentes/Ventas, etc. no las hemos incorporado.

(37) Suponiendo que la tasa de beneficio declarado se desea que permanezca constante a lo largo de todo el horizonte temporal, es decir, $r' = B'_t / K_t \; \forall_t$ y que los beneficios globales declarados deberían crecer a la tasa cumulativa g', también habrían de hacerlo al mismo ritmo los recursos propios permanentes y en el supuesto de que la tasa de endeudamiento no varíe, los capitales permanentes añadidos deberían crecer también a la tasa g'. Por el momento, no hace al caso tener en cuenta si en vez de i debería utilizarse concretamente g'.

(38) Podrían tenerse en cuenta las primas de emisión, incluyéndolas en A_0 o en X_0 a efectos de los cálculos del modelo pero, para mayor comodidad, suponemos que todas las acciones se colocan a la par.

(39) "Sabemos que en la realidad, la empresa puede evitar el decrecimiento de la rentabilidad de las inversiones que se le ofrecen creando productos o actividades nuevas o entrando en nuevos campos. Es interesante estudiar los modelos en los que no exista decrecimiento global de la rentabilidad de las inversiones". J. Lesourne: Modèles de croissance des entreprises. Op. cit. p. 159.

(40) Puede verse el estudio empírico de R. Marris sobre rentabilidad y crecimiento realizado sobre 335 corporaciones norteamericanas, en el que comprueba la existencia de un coeficiente de endeudamiento neto, del 20%. Manifiesta el autor que, por regla general, la empresa típica tiende a estabilizar a largo plazo el coeficiente de endeudamiento de tal manera que se aprecia una política de financiación del crecimiento en la que, por término medio, 2/3 de los recursos necesarios proceden de beneficios retenidos y el resto, por parte iguales, a través de la emisión de acciones y de obligaciones respectivamente, por lo que el coeficiente de endeudamiento tiende a mantenerse a largo plazo alrededor del 20%. Vid. Some new results on growth and profitability. Trabajo incluido en la obra: The corporate economy. Op. cit. pp 422-27. Puede verse el artículo de este autor incluido en la misma obra: An introduction to theories of corporate growth. p. 21.

(41) Este es un supuesto difícilmente sostenible, según se verá más adelante al exponer los modelos de crecimiento de Edwin Kuh: Capital Stock: a micro-econometric approach.-North Holland Publishing Co. Ansterdam, 1963. Sin embargo, la existencia de "lags" puede no ser tenida en cuenta, considerando que en cada período las inversiones que entran en funcionamiento corresponden a los recursos financieros de períodos anteriores mientras que los del presente se aplican a inversiones que se explotarán en ejercicios futuros.

(42) Vid. reseña (40) del presente capítulo.

(43) Sobre las diferentes estrategias empleadas por las grandes compañías para la utilización racional de sus recursos puede consultarse la obra de A.D. Chandler: Strategy and structure. Chapters in the history of industrial enterprise. Op. cit. Edición disponible en lengua francesa bajo el título: Strategies et structures de l'entrepise. Dunod. París, 1.972. Consultar especialmente de la edición francesa pp. 27-91 y 525-43.

(44) Frente a la organización en forma unitaria, la gran empresa adopta la forma multidivisional, en la que las decisiones estratégicas de alto nivel son patrimonio del estado mayor central que coordina las actividades del grupo, mientras que las decisiones operativas quedan en manos de las divisiones funcionales, o cuasi-empresas que gozan de gran independencia. Estas cuasi-empresas dependen del estado mayor (headquarters) respecto a suministros financieros, nombramientos de personal superior, supervisión y evaluación general. El "headquarters" asesora respecto a la obtención de beneficios o fija pautas sobre políticas de precios, asigna objetivos de rentabilidad, etc. a las cuasi empresas, llegando a computar los beneficios consolidados del grupo, a partir de lo cual establece las inversiones de crecimiento después de pagar los dividendos y teniendo en cuenta los recursos financieros externos, inversiones que pueden dedicarse tanto al aumento de la capacidad de las líneas actuales de explotación, como a la creación de nuevos productos o a la adquisición de empresas o partes de empresa en marcha. La asignación o distribución de los recursos financieros para el crecimiento entre las diferentes cuasi-empresas culmina el proceso de actuación del estado mayor central del grupo. Vid. O. E. Williamson: Managerial discretion, organization form and the multidivision hi-

pothesis. Op. cit., así como el trabajo de A. Wood: Economic analysis of the corporate economy: a survey and -- critique, que aparece incluido en The corporate economy Op. cit. pp. 37-67, así como el prefacio de R. Marris a esta última obra, en particular, pp. XXV-VI.

(45) Un factor clave que obliga a regular el ritmo de expansión de las compañías y que ha recibido una gran atención por parte de diversos tratadistas es la disponibilidad de personal directivo (efecto Penrose). Pueden consultarse los modelos de crecimiento con restricción de personal directivo expuestos por J. Lesourne: Modèles de croissance des entreprises, Op, cit. pp. 309-32.

(46) Podría existir coincidencia entre las tres tasas de expansión comentadas de tal manera que $B_0(1+g') - E_0(1+g') = r'K_0(1+g')$, más este resultado sería enteramente casual y no representa, por tanto, una solución general del modelo que se plantea.

(47) "Simulación es una experimentación artificial llevada a cabo dentro de un modelo matemático del ambiente en que se toman las decisiones. Este modelo constituye una abstracción del mundo real y la exactitud de sus respuestas dependerá del realismo del mundo hipotético que comprende" A.A. Robicheck: Uso de simulación en computadoras para la planeación financiera. Trabajo incluido en la obra editada por el propio autor: Investigación y decisiones financieras y administrativas. Op. cit. p.245.

(48) "los criterios que hacen intervenir la dimensión o la tasa de crecimiento tienen en la práctica una importancia considerable, puesto que resultan de las motivaciones esenciales de los dirigentes y del personal a sueldo. Pero la búsqueda del crecimiento no puede nunca ser perseguida sin precauciones por los dirigentes. El estudio de los criterios que hacen intervenir la noción del crecimiento supone, por consiguiente, el examen de las restricciones financieras que la empresa se esfuerza en respetar (restricciones sobre el endeudamiento, sobre la cotización bursátil, sobre los dividendos, etc.)" J.-Lesourne: Modèles de croissance de entreprises. Op. cit. p. 70.

(49) A life cycle theory of the firm.- Journal of industrial economics. Vol. XX. Julio, 1972. pp. 199-219.

(50) Entre sus obras más conocidas podrían mencionarse: The economic theory of managerial capitalism.- The Mac Millan Press. Londres, 1964. Un resumen de esta obra aparece en un trabajo del mismo hombre en la obra editada por G.C. Archibalb: Theory of the firm. Op. cit. pp. -- 291-318; A model of the "managerial" enterprise.- Quartely Journal of Economics. Mayo 1963. pp. 185-210; Les theories de la croissance de l'entreprise. Economie Appliquée nº 3, 1965 que aparece reproducido en la obra -

editada por F. Bloch-Lainé y F. Perroux: El crecimiento de la empresa y el beneficio; pp. 64-88; Towards a reform of the big firm. New Society. Septiembre 1969; Why economics needs a theory of the firm? Economic Journal. Marzo, 1.972.- pp. 321-52. Como principales obras en colaboración destacan: The corporate economy; The Mac Millan Press. Londres 1971 (reimpresión,1973) y The corporate society.- The Mac Millan-Press, 1973.

(51) "Una teoría del crecimiento de la gran empresa es ahora uno de los elementos esenciales sobre los que debe fundarse la estructura de la teoría económica moderna". R. Marris: Las teorías sobre el crecimiento de la empresa. Op. cit. p.66.

(52) "la moderna corporación capitalista deberá ser considerada como una institucion de vida indefinida capaz de crecer contínuamente. El crecimiento en sí debía ser probablemente un objetivo fundamental de los dirigentes, pero la amenaza de la absorción (take-over) o las lealtades clásicas hacia la riqueza de los accionistas podía impedir la consecución de este objetivo a cualquier coste, especialmente si los costes (del crecimiento) se tradujeran en una reducción del valor de mercado de las acciones". R. Marris: The economic theory of "managerial capitalism". Artículo incluido en la obra editada por G.C. Archibald: Theory of the firm. Op. cit. p.313.

(53) Las teorías del crecimiento de la empresa. Op. cit. p.67.

(54) Ibid. pp. 67-8

(55) The economic theory of "managerial capitalism". (Artículo referido). Op. cit. p. 301.

(56) Esta opinión es compartida, como ya se expuso en el Capítulo 6, por la casi totalidad de tratadistas financieros norteamericanos. E. Solomon lo manifiesta con claridad en la Introducción a la obra editada por A. Robichek: Investigaciones y decisiones financieras y administrativas.- Limusa-Wiley S.A. México, 1970 : "El objetivo financiero que se tiene más en cuenta en nuestros días es la maximización del valor actual de los propietarios del negocio". P. 21. Por su parte, E. M. Lerner en su artículo: Presupuesto de capital y la dirección financiera, incluido en esta misma obra sostiene: "Otro aspecto de la toma de decisiones financieras que desempeña un papel de importancia en el modo de pensar actual, es la mayor conciencia de que la meta más apropiada de la empresa es lograr a la larga la maximización de la riqueza. Dicho este en un lenguaje menos académico: se trata de que la dirección se interese en el precio de las acciones del negocio y trate de hacer que sea el mayor posible. La razón es clara: un accionista solo se expresará bien de la administración de la empresa en que ha invertido, si sus acciones suben de valor en el mercado". p. 98.

(57) "Se ha argüido con contundencia que dada la falta de determinismo y la incertidumbre de la situación en su conjunto, el comportamiento maximizante es imposible o carece de sentido. En su lugar, la Escuela Behaviorista arguye que las firmas -

se guían por reglas intuitivas, que pueden estar sujetas a procesos de ajuste dinámicos y que conducen a soluciones - que no son nada más que bastante satisfactorias en relación con las aspiraciones o para la supervivencia". Marris advierte, sin embargo, que todas sus teorías asumen la maximización del comportamiento. R. Marris: The corporate economy. Op. cit. pp. XX y 5.

(58) The economic theory of managerial capitalism". (artículo - referido). Op. cit. p.306.

(59) Ibid. p. 292.

(60) Ibid. pp. 291-2

(61) Ibid. p. 305.

(62) Ibid. p. 306.

(63) Ibid. p. 313.

(64) Ibid. pp. 302-3 .

(65) Ibid. p. 303.

(66) Puede consultarse J.R. Wildsmith: Managerial theories of -- the firm. Op. cit. pp. 104-7.

(67) Ibid. pp. 115-16. Vid. Capítulo 2 de la obra de R. Marris:- The economic theory of "managerial capitalism".

(68) Curwen señala que remuneraciones, poder y prestigio derivan de las políticas de crecimiento rápido, con lo que la altagerencia se siente motivada para perseguir tales políticas. Sin embargo, crecimiento y seguridad son objetivos competitivos, puesto que la seguridad demanda políticas financieras conservadoras tales como liquidez en exceso, mientras - que el crecimiento exige la puesta en práctica de inversiones arriesgadas y métodos arriesgados de captación de capitales. De modo particular, la seguridad adquiere importancia ante la amenaza del take-over. En consecuencia cabe pensar en la existencia de una transacción entre crecimiento y seguridad, con lo cual la hipótesis de comportamiento de -- los comités directivos radicaría en la preferencia por el - crecimiento sometido a unas restricciones mínimas que preserven la seguridad. De todas maneras esta transacción no - puede desnivelarse a favor de los accionistas, es decir, cabe suponer que las empresas controladas gerencialmente obtienen, por lo general, mayores tasas de crecimiento y menores tasas de beneficios que las controladas por los capitalistas-propietarios.- Managerial economics. Op. cit. pp. -- 78-81.

(69) The economic theory of "managerial capitalism". (Artículo - referido). pp. 298-99.

(70) G. Ruffolo sostiene que en las opiniones de Marris se observan dos tendencias en cuanto al comportamiento de los dirigentes profesionales: a) motivaciones que les llevan a per-

seguir una política agresiva de desarrollo (aumentar prestigio personal, remuneraciones, etc.); b) motivaciones que les inducen a adoptar un comportamiento ponderado, sobre todo, -- por razones de índole financiera (reacciones del mercado -- bursátil, precio de las acciones, amenaza de absorción por parte de otros grupos, etc.). Ambas tendencias deben conformar su función de utilidad; la síntesis de estas dos fuerzas configura la posición de equilibrio. La política agresiva llevaría a buscar la maximización del crecimiento, pero existe un condicionante representado por la seguridad. Concluye Marris su exposición del punto de vista de Harris -- con estas palabras: "La función de utilidad de los dirigentes debe, pues, expresarse en términos de la maximización - de la tasa de crecimiento de la empresa, condicionada a algún índice que indica el margen de seguridad de que dispone el grupo dirigente". La empresa en la sociedad moderna. Op. cit. p.60.

(71) "La teoría de la valoración de las acciones y el "take-over" son cuestiones centrales de las nuevas teorías del crecimiento". G.C. Archibald: Theory of the firm. Op. cit. p. -- 208. Es decir, todos los modelos de utilidad directiva de - Marris en los que se resulta la idea de crecimiento seguro - incluyen como variable esencial el valor de mercado de las acciones.- The corporate economy. Op. cit. p.3

(72) The economic theory of "managerial capitalism" (Artículo referido). p. 314.

(73) "las políticas financieras hostiles al crecimiento no poseen valor de supervivencia". Ibid. p. 307.

(74) Marris señala la existencia de "restricciones dinámicas" en el proceso de desarrollo que obligan a remansar la propensión de los dirigentes hacia el crecimiento.- The corporate economy. Op. cit. pp. 6 y sgts.

(75) "no siempre una tasa acelerada de crecimiento puede llevar a una tasa de evaluación superior con lo cual puede necesitarse resolver un conflicto entre el crecimiento y la riqueza de los accionistas"; las políticas que estimulan probablemente la aparición de compradores en bloque de las acciones tampoco tienen valor de supervivencia". The economic -- theory of "managerial capitalism". Op. cit. pp. 307 y 314.

(76) Las teorías sobre el crecimiento de la empresa. Op. cit. - 71.

(77) R. Marris: The corporate economy. Op. cit. p. XVIII.

(78) C. Villagón, L. Barbé y L. Sanou: Estructura financiera y - valoración de empresas. Op. cit. pp. 23-26. Vid. igualmente los modelos de crecimiento comentados por J. Lesourne: Modèles de croissance des entreprises. Op. cit. pp. 97 y sgts.

(79) "El endeudamiento debe tender normalmente hacia un límite;- su coste no puede rebasar la rentabilidad esperada. Inversamente-, es interesante para una empresa endeudarse si el -- coste de los recursos externos es inferior a su tasa de be-

neficio... la elevación de la tasa de endeudamiento acrece el riesgo financiero de la empresa así como la reticencia de los prestamistas y el coste de los fondos suplementarios. Encontramos en ello una segunda razón de la existencia de un coeficiente de endeudamiento óptimo". E. Vatteville: Introduction à l'analyse financière de la croissance la firme. Op. cit. p. 63.

(80) En la práctica suelen observarse determinadas reglas convencionales en cuanto a la cobertura de las cargas financieras de los capitales ajenos. Los analistas en inversiones suelen establecer según distintos tipos de empresas el porcentaje máximo que deben representar las cargas financieras sobre los beneficios (incluidas las cargas financieras y deducidos los impuestos). Vid. B. Graham, D. L. Dodd & S. Cottle: Security analysis.- Mc Graw Hill. New York, 1.962 (4ª edición). p. 348. S. Dobrovolski opina que "si la dirección estima necesario o conveniente conformarse con tales condiciones, cesará de pedir prestado en un momento en que la tasa marginal de eficacia del capital es todavía mucho más elevada que el tipo de interés." Problemas financieros de una empresa en desarrollo. Trabajo incluído en la obra editada por F. Bloch-Lainé & F. Perroux: El crecimiento de la empresa y el beneficio. Op. cit. p. 267.

(81) The economic theory of "managerial capitalism" (Artículo referido). pp. 296-97.

(82) Esta tesis fue defendida originariamente por Modigliani y Miller. Vid. C. Villalón, L. Barbé y L. Sanou: Estructura financiera y valoración de empresas. Op. cit. pp. 29-41.

(83) Dobrovolski advierte que la estructura financiera de la gran empresa de base gerencial puede mostrar un porcentaje de endeudamiento superior al de la empresa mediana controlada por sus propietarios. Señala que la deuda acarrea dos tipos de costes: a) explícitos: intereses y cargas realmente satisfechas; b) implícitos: dimanantes del riesgo creciente asumido al aumentar los recursos ajenos y que dependen, sobre todo, de actitudes y preferencias subjetivas de los propietarios o de los dirigentes. Para los accionistas los costes implícitos pueden tener una importancia mayor que para los dirigentes profesionales en opinión de dicho autor, lo que puede hacer que el coeficiente de endeudamiento de la gran empresa sea superior al de las empresas controladas por sus propietarios, lo cual no quita que aquélla se encuentre con un tope de endeudamiento máximo.- Problemas financieros de una empresa en desarrollo. Op. cit. pp. 262 y sgts. En cuanto al nivel de endeudamiento más frecuente en la práctica para las compañías de gran tamaño, puede consultarse el trabajo empírico de R. Marris reseñado en la nota (40) del presente capítulo.

(84) Esto no quiere decir que los capitalistas-propietarios no estén interesados en ver crecer a las empresas donde tienen invertidos sus recursos, sino tan sólo que la aspiración hacia el crecimiento de los dirigentes y de los accionistas se encuentra motivada en forma distinta, por lo que los resultados de una teoría del crecimiento de base gerencial serán seguramente distintos de los que proporcionaría una teo

ría similar basada en la preeminencia de los intereses de - los accionistas. Por eso, Wildsmith señala que las teorías- del crecimiento empresarial no son necesariamente de base - gerencial, pues incluso aunque se propugne la maximización- de la utilidad de los accionistas es preciso definir una ta sa óptima de crecimiento (Managerial theories of the firm.- Op. cit. p. 84). Esto último, se trató en el Capítulo 6; el enfoque del crecimiento de Marris que describimos ahora es- base eminentemente gerencial. Esta opinión queda claramente de manifiesto en los propios textos de Marris y así el au-- tor habla de modelos de crecimiento gerenciales y no gerenciales, añadiendo que, por lo general, los primeros muestran una tasa de expansión superior a la de los segundos.- The corporate economy. Op cit. p 3

(85) The economic theory of "managerial capitalism" (artículo referido) pp. 306 y sgts.; The corporate economy. Op. cit. p. 16.

(86) Un tratamiento exhaustivo del mecanismo de las ofertas pú-- blicas de compras de acciones, con abundante referencia a - la legislación comparada sobre el tema puede encontrarse en el trabajo del Dr. Rodríguez Sastre: La oferta pública de - adquisición de valores (OPA).- Revista Española de Financia ción y Contabilidad. Vol. IV. Nº 11. Enero-Marzo, 1975. pp. 21-95.

(87) "Debido a la separación entre propiedad y control, no existe razón para que los dirigentes debieran escoger el mejor- valor de mercado desde el punto de vista de los accionistas. Pueden en su lugar escoger la mejor tasa de expansión desde su punto de vista: pueden escoger, por ejemplo, la mayor - tasa de crecimiento que no deprima el valor de mercado por - debajo del nivel a partir del cual la compañía sería absor- bida. La absorción puede significar que los dirigentes pier dan sus cargos. O, si su utilidad del valor de mercado de-- la empresa y de la tasa de expansión, entonces la dirección (dependiendo de la forma de las curvas de indiferencia) pue de elegir una tasa de crecimiento intermedia entre la tasa- que maximiza el valor de mercado y la tasa a partir de la - cual se produciría una oferta pública de compra". C.J. Haw- kins: Theory of the firm. Op. cit. p. 78.

(88) Ibid. p. 77.

(89) R. Marris: The corporate economy. Op. cit. pp. 11-15.

(90) Las teorías sobre el crecimiento de la empresa. Op. cit. - pp. 75-6.

(91) En todo caso, Marris parte del supuesto de que siempre la- tasa de expansión será inferior a la tasa de descuento.

(92) Marris señala como rasgos sobresalientes de la economía de grandes corporaciones: a) rendimientos constantes; b) competencia monopolística; c) diversificación; d) crecimiento; e) incertidumbre en lo relativo a la meta principal; f) es-

trecha ligazón con el mercado bursátil. [illegible] se refiere a los rendimientos constantes Marris [illegible] este hago permite que la alta dirección de [illegible] considerable poder, pudiendo imponer [illegible] adoptar las decisiones estratégicas. [illegible] extremo con la preferencia por el crecimiento [illegible] que la gran empresa de base gerencial [illegible] una tasa de expansión generalmente mayor.- [illegible] economy. Op. cit. pp. XXII y 3. Marris denomina corporación trascendente a la que tiene una vocación decidida por el crecimiento, frente a la empresa inmanente cuya [illegible] es mucho menos acentuada. Ibid. pp. 278 y sgts.

(93) En palabras de Wildsmith: "La tasa anual [illegible] puede crecer la firma hacia su tamaño potencial [illegible] se encuentra, sin embargo, restringida". [illegible] theories of the firm. Op. cit. p. 66. Marris, por [illegible] firma: - "A largo plazo, por consiguiente, el [illegible] firma es - ilimitado. La tasa de crecimiento, sin [illegible] no lo es." - The corporate economy. Op. cit. p. 7.

(94) The corporate economy. Op. cit. pp. 6 y siguientes. Ver igualmente J.R. Wildsmith. Op. cit. pp. 88 y ss.

(95) Pueden consultarse los trabajos de esta [illegible]: Limits to the growth and size of the firms. American Economic Review. Vol. 45, 1955 pp. 531-43 y Teoría del crecimiento de la empresa. Op. cit. [illegible] tratamiento matemático del modelo verbal de la Sra. Penro [illegible] sido desarrollado por [illegible] Starbuck: Organizational growth and development. Op. cit. pp. 127-30. Este extremo ha sido igualmente puesto de manifiesto al tratar el modelo de crecimiento de Baumol.

(96) El papel de la diversificación dentro del proceso de crecimiento queda recogido en la obra de Marris: The economic theory of "managerial capitalism". Op. cit. cap. IV. Un resumen de la opinión de Marris se encuentra en J. R. Wildsmith: Managerial theories of the firm. Op. cit. pp. 107-12.

(97) Esta curva es una transformación de la curva normal de demanda en la que se colocan en abscisas el volumen total de las inversiones y en ordenadas los beneficios totales: "Si hacemos un diagrama con los beneficios en el eje vertical y los activos en el eje horizontal, podemos dibujar una frontera de beneficios máximos para los activos señalados o de activos mínimos para los beneficios señalados. Esta frontera es la curva de demanda de la corporación". Si suponemos que existe un tamaño mínimo por debajo del cual existen rendimientos crecientes a escala y una cantidad positiva de activos para producir cualquier output, la curva de demanda de la corporación, será una curva creciente que arranca probablemente de un punto por debajo del origen (por ejemplo, con activos próximos a cero, habrá beneficios negativos pues es imposible producir un output positivo), con pendiente creciente al comienzo que se va suavizando hasta llegar a ser horizontal a cierto tamaño, pues más allá de éste la firma no puede en ese momento atraer para sí nuevos beneficios de la economía o de los competidores.... Así, la tasa de rentabilidad puede representarse como una función del tamaño. The corporate economy. Op. cit. pp. 8-10.

(98) Marris en su trabajo más reciente supone, sin embargo, que la función de crecimiento-rentabilidad es decreciente, a través de todo el campo de variación de g, con el fín de simplificar la exposición del modelo. Ibid. p. 11.

(99) "Las oportunidades de inversión pueden ser tan prometedoras que pueden emplearse la totalidad de los recursos financieros sin que la tasa de rentabilidad descienda por debajo del coste de oportunidad de los accionistas. No existe conflicto de intereses entre los dirigentes y los socios en cuanto a la política de retención de los beneficios, un estado de los negocios característico de las compañías en sus primeros estadios de su ciclo vital. Desde luego, una vez que pasa esta fase, el conflicto aparece: la propensión directiva hacia el crecimiento tropezaría con la desaprobación del mercado financiero en forma de un descenso en el valor de mercado de la compañía y de un incremento en el peligro de ser adquirida en bloque". J.R. Wildsmith. Op. cit. p. 88.

(100) The corporate economy. Op. cit. p. 23. J.R. Wildsmith. Managerial theories of the firm. Op. cit. pp. 92-3 y 97-78.

(101) Marris afirma que el precio de una acción a corto plazo es una variable extremadamente "ruidosa", es decir, que junto a la variable principal que debería determinar el precio actúan diversas perturbaciones que desvirtúan la relación funcional básica. Las teorías sobre el crecimiento de la empresa. Op. cit. pp. 77-8.

(102) The corporate economy. Op. cit. 23-27 y The economic theory of "managerial capitalism" (artículo referido). Op. cit. pp. 314-15. Un tratamiento exhaustivo de la incidencia de la incertidumbre sobre la valoración de las acciones y el crecimiento se encuentra en los siguientes trabajos de J. Lintner: The cost of capital and optimal financig of corporate growth. The Journal of Finance. Mayo, 1963. pp. 291-318; Optimal dividens and corporate growth under uncertainty.- The Quarterly Journal of Economics. Febrero, 1.964 pp. 49-95; Optimum or maximun corporate growth under uncertainty, incluído en la obra: The corporate economy. Op. cit. pp. 172-241.

(103) The economic theory of "managerial capitalism". pp. 315-16.

(104) Ibid. p. 316 y C.J. Hawkins: Theory of the firm. Op. cit. p. 78.

(105) Para una tasa de crecimiento demasiado elevada, las dificultades asociadas con la diversificación en nuevos mercados -- combinadas con la menor eficiencia del management conducen a una caída de la tasa de rentabilidad. El crecimiento de los activos, output y ventas debe financiarse ya por medio de beneficios retenidos, ya mediante la emisión de nuevas acciones u obligaciones. Pero recursos financieros superiores combinados con una tasa de rentabilidad inferior recibe la desaprobación del mercado bursátil, lo cual limita la tasa de crecimiento. J. R. Wildsmith: Managerial theories of the firm. Op. cit. p. 92.

(106) The economic theory of"managerial capitalism" (artículo referido) Op. cit. pp. 316-17. Marris, en otro de sus trabajos señala que la función de evaluación transformada tiende hacia una asíntota positiva en vez de anularse por completo cualquiera que fuese el ritmo de expansión emprendido. Esto es un detalle puramente anecdótico dentro de la determinación de la tasa de crecimiento de equilibrio. Vid. Las teorías sobre el crecimiento de la empresa. pp. 82 y sgts.

(107) Marris atribuye la existencia de un límite al ritmo de expansión a la aparición de las deseconomías anteriormente comentadas, aparte de los efectos causados en la tasa de descuento al aumentar el riesgo al reducir los dividendos más próximos. En palabras de Hawkins: "Marris, por ejemplo, ha sugerido que el crecimiento será una finalidad esencial del management . Se arguye que el aumento de la tasa de expansión merma los beneficios, con lo cual más y más expansión puede deprimir el valor de mercado de la empresa por debajo del nivel que podría alcanzarse potencialmente. El temor de ser absorbida la firma, si la cotización de la acción es muy baja, puede impedir una total inclinación hacia el crecimiento que pudiese dañar el bienestar de los accionistas" Op. cit. p. 77. Queremos advertir, sin embargo, que cuando el mercado bursátil se mueve a base de convenciones inaciones o actitudes especulativas, la lógica conexión entre la tasa rentable de crecimiento y cotización de los títulos se pierde casi por completo, pudiendo darse casos en los que un ritmo excesivo de crecimiento sobre el que pudiera sospecharse que pudo perjudicar la tasa de rentabilidad alcanzada puede, sin embargo, no sólo no hacer bajar el precio de los títulos sino incluso elevarlos. Podría ponerse, por ejemplo, la tendencia de los últimos años del boom económico español, en el que. por lo general, los inversores han valorado las ampliaciones de capital sin pararse apenas a pensar en el uso que iba a darse a los recursos financieros: mostrar la tasa de crecimiento más elevada posible, puede ser, temporalmente, la mejor salvaguardia con que cuentan los dirigentes para impedir la caída de las cotizaciones de las acciones de sus empresas o para elevar las mismas.

(108) Marris señala que la tasa de crecimiento que maximiza la función de evaluación $v = v(g)$ es probablemente algo inferior que la que maximiza la función de crecimiento-rentabilidad $r' = r'(g)$. La razón que esgrime es que cuando se está cerca del máximo de esta última función un incremento de g repercute escasamente sobre r', mientras que la repercusión del incremento de g en la tasa de descuento es superior con lo que la incidencia en la función de evaluación es superior . Por consiguiente, $\frac{\partial v}{\partial g} = 0$ se alcanza para un valor menor de g que $\frac{\partial r'}{\partial g} = 0$. Vid. las Teorías sobre el crecimiento de la empresa. Op. cit. pp. 82-3 y J.R. Wildsmith: Managerial theories of the firm. Op. cit. p. 117 y nota (10) p. 123.

(109) Las teorías sobre el crecimiento de la empresa. Op. cit. pp. 72-3.

(110) Castaneda señala que para que exista convexidad, la relación marginal de sutitución entre los dos bienes debe ser decreciente, es decir, $d_1/d_2 < 0$. Lecciones de teoría económica. Op. cit. pp: 134 y sgts. Recordamos que este autor define esta relación en términos positivos, para lo cual cambia el signo de la misma: $-dw/dg > 0$.

(111) Así g y v surgen como variables apropiadas para las motivaciones de los dirigentes: poder, prestigio y retribuciones por una parte y seguridad más aprobación del mercado bursátil por otra. Amba, producen normalmente utilidades marginales positivas, con lo cual serán fuentes competitivas de satisfacción directiva. J.R. Wildsmith: Managerial theories of the firm. Op. cit. p. 116.

(112) Puede consultarse: Las teorías sobre el crecimiento de la empresa. Op, cit. pp. 73-4.

(113)
$$R_g^v = \frac{\frac{\partial U}{\partial g}}{\frac{\partial U}{\partial v}} - \frac{dv}{dg} = 0$$

(114) Las teorías sobre el crecimiento de la empresa. Op. cit. p. 74.

(115) Ibid. pp 7

(116) Este razonamiento encaja con las ideas de Galbraith, para quien, como ya hemos visto, la tecnoestructura una vez que ha conseguido asegurarse un nivel mínimo de beneficios satisfactorios trata de conseguir la máxima tasa de expansión posible. Galbraith elige como variables de la función de utilidad directiva, los beneficios satisfactorios y el volumen de ventas, mientras que Marris utiliza dos variables equivalentes tasa de evaluación y tasa de crecimiento de los recursos propios por lo que su teoría nos parece más feliz que la del primer economista norteamericano, al enfocar el problema bajo el ángulo del mercado de capitales.

(117) Este artificio conceptual se aplica implícitamente al modelo estático de maximización de ventas con restricción de beneficios mínimos satisfactorios de Baumol, descrito en un capítulo precedente. También podría ser aplicado, como es obvio, al modelo de Williamson, estableciendo un orden de preferencias para las variables y niveles de saturación para todas ellas, menos para la que se hubiera colocado en último lugar de las preferencias.

(118) "La política financiera óptima es la que maximiza los recursos totales disponibles: para retenciones de beneficios muy elevadas, un incremento en los dividendos recibe tal beneplácito por parte del mercado bursátil que la reducción de recursos internos es más que compensado por el abaratamiento de los recursos externos. Pero cuando los dividendos se hacen muy elevados este efecto se encuentra sometido a una relación decreciente. Los recursos totales se encuentran limitados y dependen de la política financiera elegida. J.R. Wildsmith, Managerial theories of the firm. Op. cit. p.93.

(119) Se acepta asimismo que no existe discriminación fiscal entre la retención de beneficios y el pago de dividendos, es decir, que la tributación es análoga para las ganancias de capital y para los dividendos.

(120) Utilizaremos la notación g_b para señalar la cobertura de la tasa de expansión de los recursos propios a través de beneficios retenidos. Como es lógico, cuando la tasa de expansión g se financia exclusivamente a través de beneficios retenidos, g_b y g pueden intercambiarse perfectamente.

(121) Se pueden plantear dos casos: 1º) independencia funcional entre g y k: ello equivale a considerar exógena la tasa de descuento k, en cuyo caso la relación $g < k$ constituye una hipótesis restrictiva del modelo; 2º) dependencia funcional creciente $k = k(g)$. No importa, en principio, cual de los dos supuestos prevalece dentro del modelo, ya que lo único que se pretende es descartar el valor infinito de las acciones.

(122) R. Morris: The corporate economy. Op. cit. pp. 17-23.

(123) Vid. Ch. W. Haley & L.D. Schall: The theory of financial decisions. Op. cit. pp. 239-55.

(124) "Los accionistas se diferencian con respecto a la edad, sexo, escala tributaria, seguridad, renta, hábitos, preferencias, actitudes frente al riesgo y responsabilidades. Algunos están especialmente interesados en el corto plazo, otros piensan en los rendimientos a largo plazo, otros buscan una cartera que equilibre sus expectativas a lo largo del tiempo. Tienen funciones de utilidad diferentes, se sirven de la información en distinto grado y actúan más o menos inteligentemente de acuerdo con la información que poseen. Se podría decir que los inversores son a la vez racionales e irracionales. De hecho, hay veces en las que un subsector del mercado actúa de modo irracional; hay inversores individuales que reconociendo la irracionalidad colectiva, pueden actuar en respuesta de forma racional. De hecho, podría esperarse que esto ocurra, ya que un gran porcentaje de la actividad bursátil esta institucionalizada". L.P. Anderson, V.V. Miller & D.L. Thompson: The finance function. Op. cit. pp. 99.

(125) Un tratamiento general, a nivel teórico, de las funciones de utilidad de los individuos puede encontrarse en la obra de E.F. Fama & M.H. Miller: The theory of finance. Op. cit. particularmente Capítulo 1 pp. 3-59.

(126) Vid. L.P. Anderson, V.V. Miller & D.L. Thompson: The finance function. Op. cit. pp. 98-124; R. Ricci: Políticas de financiación empresarial. Op. cit. pp. 155-64. J. Lintner: Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. American Economic Review. Vol. 46 nº 2. Mayo, 1956 pp. 97-113.

(127) S. P. Dobrovolski: Problemas financieros de una empresa en desarrollo. Op. cit. pp. 259-85.

(128) Recordamos el estudio empírico de Marris reseñado en (40) - del presente capítulo. Vatteville comenta que los dirigentes tienen interés en retener beneficios y que también lo tienen los accionistas debido a que la fiscalidad, sobre todo, y la inflación hacen más atractivas las plusvalías de capital que los dividendos. Las razones respectivas de ambos estamentos contribuyen a potenciar la autofinanciación- Introduction à l'analyse financière de la croissance de la firme. Op. cit. p. 47.

(129) Vid. H.G. Grabowski & D.C. Mueller: Managerial and stockholder welfare models of firm expenditures.- Review of Economics and statistics. Febrero, 1972.

(130) J.R. Wildsmith: Managerial theories of the firm. Op. cit. p. 98; S.P. Dobrowalski: Problemas financieros de una empresa en desarrollo, Op. cit. y J.H. Williamson: Profit, growth and sales maximisation. Op. cit. pp. 3 y 13.

(131) J. Williamson demuestra meticulosamente los fundamentos de la opinión de Marris, según veremos en el próximo epígrafe. Ibid. pp. 6-8.

(132) R. Marris: The corporate economy. Op., cit. pp. 19-21.

(133) Para una visión complementaria de la exposición analítica del modelo de Marris puede consultarse la obra de J. Lesourne: Modèles de croissance des entreprises. Op. cit. 116-31.

(134) R. Marris: The modern corporation and economic theory. Trabajo incluído en: The corporate economy. Op. cit. pp. 304-08. También puede consultarse J.R. Wildsmith: Managerial theories of the firm. Op. cit. pp. 117-19.

(135) Ibid. p. 23.

(136) Pueden consultarse los trabajos de John Lintner: Optimum or maximum corporate growth under uncertainty; Optimal dividends and corporate growth under uncertainty; The cost of capital and optimal financing of corporate growth. Op. cit. Puede consultarse igualmente el trabajo de R. Marris: An introduction to theories of corporate growth. Trabajo incluido en: The corporate economy. Op. cit. pp. 23-27.

(137) J. Lintner: Optimum or maximum corporate growth under uncertainty. Op. cit. p. 187.

(138) Ibid. pp. 187-200. Vid. el modelo de Lerner y Carleton desarrollado en el Capítulo 6.

(139) R. Marris: An introduction to theories of corporate growth. Op. cit. p. 24

(140) Ibid. p. 25.

(141) J. Lintner: Optimum or maximum corporate growth under uncertainty. Op. cit. pp. 201-13.

(142) R. Marris: An introduction to theories of corporate growth. Op. cit. p. 26.

(143) J. Lintner: Optimum or maximum growth under uncertainty. Op. cit. p. 216.

(144) Ibid. pp. 216-7.

(145) R. Marris: The corporate economy. Op. cit. p. 16 y 27-35.

(146) Some implications of alternative criteria for the firm. Op. cit. pp. 318-42.

(147) The corporate economy. Op. cit. p. 28.

(148) R. M. Solow: Some implications of alternative criteria for the firm. Op. cit. p. 323.

(149) "El valor de mercado máximo que una empresa puede tener en el momento t=0 se da cuando comienza con recursos permanentes por importe K* y cuando crece indefinidamente a la tasa g*. Una empresa que crece más deprisa vale menos porque los costes de expansión eliminan las ventas elevadas. - Una empresa que comienza con más recursos vale menos porque sus ventas superiores en los distintos momentos del tiempo reducen demasiado el precio". Ibid. p. 325.

(150) Evidentemente, en un mundo de competencia imperfecta y regido por la incertidumbre, lo más probable es que una empresa grande tenga una rentabilidad distinta de otra de tamaño sensiblemente inferior. La diferencia entre las tasas de rentabilidad de una empresa grande y una pequeña no puede explicarse por una sola causa, por ejemplo, las economías o deseconomías de escala, pues intervienen otros muchos factores más: poder de mercado y política de precios, forma de la función de demanda y características de los mercados en los que se opera (penetración, crecimiento vegetativo y de capacidad adquisitiva), gastos de publicidad, promoción de ventas e investigación y desarrollo, laxitud organizativa o ineficiencia-X, diversificación del output, discriminación del mercado de capitales, actitud ante el riesgo, etc. Ciertos estudios empíricos parecen demostrar que la tasa de rentabilidad de la empresa gigante es de inferior tamaño a la de la gran empresa de segunda fila pero, en cambio, su estabilidad es mucho más acentuada. Vid. J.L. Eatwell: Growth, profitability and size: the empirical evidence. Trabajo incluído en: The corporate economy. Op. cit. pp. 389-421.

(151) Sobre este particular pueden consultarse además del trabajo empírico de Eatwell que acabamos de referir: A. Bienaymé: La croissance des entreprises. Op. cit. Tomo 2. pp. 141-273; E. Mansfield: Entry, Gibrat's Law, innovation and the growth of the firms.- American Economic Review. Vol. 52. Diciembre 1962. pp. 1023-51; A. Singh & G. Whittington: Growth, profitability and valuation.- Cambridge University Press, 1.960. La obra original de R. Gibrat se titula: Les inégalités économiques. París, 1.931.

(152) Solow utiliza bajo la notación K el volumen de inversiones permanentes en términos físicos y considera que m es el precio unitario de dichas inversiones. Así, pues, el producto

mK representa el importe total monetario de los recursos - permanentes que, en la terminología utilizada por nosotros hasta ahora venía representado por K. Por consiguiente, es preciso tener en cuenta este cambio de notaciones para evitar posibles confusiones.

(153) R.M. Solow: Some implications of alternative criteric for the firm. Op, cit. pp. 326-29 y R. Marris: An introduction to theories of corporate growth. Op. cit. pp. 29-30.

(154) Vid. R.M. Solow. Op. cit. pp. 329 y sgts.

(155) Vid. R. Marris. Op. cit. pp. 29-33.

(156) Profit, growth and sales maximisation. Op. cit.

(157) "El propósito principal de este artículo es elaborar un ---- modelo que permita extraer las diferencias del comportamiento que se seguiría a partir de los objetivos de maximización de los beneficios, maximización de la tasa de crecimiento y maximización de las ventas (descontadas)". Ibid. p.1.

(158) Se han introducido diferentes alteraciones en las notaciones utilizadas por J. Williamson al objeto de acomodarlas a las utilizadas a lo largo del presente capítulo. Ibid. pp. 3-4.

(159) Ibid. pp. 4-6.

(160) Puede advertirse una ligera discrepancia con respecto al -- momento en que la emisión de las nuevas acciones se lleva a efecto. Así, en el modelo de Marris, se ha considerado que la emisión se produce desde el primer momento, así como que el primer dividendo se considera postpagable a efectos del descuento. Estas son las razones por las que el numerador - de V_K de las dos versiones difiere ligeramente.

(161) En conexión con la posible existencia de una política financiera capaz de proporcionar los recursos máximos para el -- crecimiento puede consultarse el sugestivo trabajo de S.P.- Dobrovolski: Problemas financieros de una empresa en desa-- rrollo. Op. cit.

(162) Profit, growth and sales maximisation. Op. cit. p. 3.

(163) Ibid. p. 3.

(164) Hay que tener en cuenta que el razonamiento se establece -- bajo una perspectiva indefinida de crecimiento constante, - es decir, la tasa media de crecimiento a largo plazo g, no- puede exceder, de ningún modo, la tasa de rentabilidad esperada para los recursos r'. Los límites máximos de la tasa - de crecimiento, dado que se parte del supuesto $k > g$, serían k para $r' > k$ y r' para $r' < k$, para que no fuera V_k infinito o nulo respectivamente. Como g representa la tasa de crecimiento promediada, ello no quiere decir que bajo una perspectiva a corto plazo la tasa de expansión pueda superar los - límites antedichos, existiendo una política financiera óptima. La perspectiva del modelo constante e indefinido otorga

validez a la opinión de Williamson y Marris.

(165) Profit, growth and sales maximisation. Op. cit. p. 3.

(166) Ibid. p. 3. Por consiguiente, la restricción B=B(S) toma la forma del nivel de ventas correspondiente al nivel de beneficios máximos operativos, con lo cual podría ser eliminada por ser redundante con la especificación de la función objetivo de los dirigentes $g = g(bB^*)$

(167) Ibid. p. 3.

(168) Ibid. p. 3.

(169) Ibid. p. 3.

(170) Ibid. p. 3.

(171) Vid. especialmente el Capítulo 2.

(172) "La empresa como cualquier organización tiene necesariamente como objetivo sobrevivir." E. Vatteville: Introduction à l'analyse financière de la croissance de la firme. Op. cit. p. 13.

(173) Bienaymé elabora su obra adoptando un criterio análogo: "Este libro contrariará sin duda muchos espíritus en la medida en que se apoya en la convicción de que la vocación de una empresa auténtica es crecer y que la expansión de las empresas realza precisamente aquellos fenómenos principales que perturban el medio ambiente económico de la sociedad contemporánea". Destaca que la obtención de beneficios sigue siendo una condición necesaria que posibilita la expansión de la organización, pero que la supervivencia como meta de comportamiento de los dirigentes que debe acompañar al proceso de expansión hace que la idea de rentabilidad máxima se encuentre si no abandonada, sí al menos relativizada por el imperativo de la seguridad.- La croissance des entreprises. Op. cit. Tomo 1. pp. 6,130-1.

(174) "Así no estoy proponiendo enfáticamente que la teoría convencional de la empresa quede relegada a un montón de basura o al museo de antigüedades curiosas. El análisis estático de un fenómeno no estacionario puede ser inmensamente esclarecedor y la teoría de la empresa recibida contiene muchísimos resultados útiles, tanto desde el punto de vista de la comprensión de los trabajos de la economía como del trabajo aplicado del investigador operativo. Sería insensato que nos negásemos el uso de este cuerpo de análisis sólo porque su campo de aplicación resulta algo limitado.". W.J. Baumol. On the theory of expansion of the firm. Op. cit. p. 1078.

(175) "Hemos subrayado en nuestra Primera Parte que el beneficio era el principal medio gracias al cual podían ser realizados los objetivos de la firma en crecimiento." E. Vatteville: Introduction à l'analyse financière de la croissance de la firme. Op. cit. p. 75.

(176) Vid. S. Moore: Crítica de la democracia capitalista.- Siglo XXI Argentina Editores, S.A. Buenos Aires, 1972 pp. 61-87.

(177) Nos referimos en concreto a los capítulos 5, 7 y 8 y 9,- ya que el contenido del capítulo 6 realmente guarda fuertes concomitancias con el presente Capítulo.

(178) Consultar en especial el juicio crítico contenido en el Capítulo 8. También puede consultar el juicio crítico de los Capítulos 5, 7 y 9.

(179)Para mayor detalle consultar el epígrafe 8.2.5. "Esquema operativo simplificado inspirado en las ideas de O.E. Williamson" y en general el Capítulo 9.

(180) "los modelos gerenciales no son más operativos que los - modelos convencionales de la empresa; son analíticos más que descriptivos o prescriptivos. J.R. Wildsmith: Managerial theories of the firm. Op. cit. p. 125.

(181) C.J. Hawkins opone unas objeciones muy parecidas: "El -- problema de los modelos de crecimiento de las empresas - en su estadio actual es que éstos simplifican enormemente el problema al objeto de hacerles manejables. Las funciones de ingresos y costes se consideran indesplazables a- lo largo del tiempo, los precios de los factores y la tasa de descuento se toman como constantes, se supone que- las empresas tienen un horizonte ilimitado para vender - outputs adicionales sin tener que reducir precios (por - ejemplo, mediante la diversificación) y se supone que todas las variables principales tales como beneficios, ventas y costes aumentarán a la misma tasa. Se supone igualmente que las empresan pueden adoptar sus decisiones (por ejemplo, respecto a los precios) independientemente e ignorar el problema de la interdependencia oligopolística" Theory of the firm, Op. cit. p. 79.

(182) Take-overs.- Cambridge University Press, 1971.

(183) Stock market valuation and acquisitions: an empirical -- test of one component of managerial utility,- Journal of Industrial Economics. Abril, 1969.

(184) Aparte de esto, Wildsmith señala que es difícil imaginar- cómo puede ser posible la aparición de la discrecionalidad directiva caso de no existir imperfecciones en los - mercados de capitales, objeción quenno deja de tener suparte de razón: "Incluso si las condiciones en los mercados de productos son monopolísticas, y por consiguiente, generadoras de elementos de renta dentro de las ganancias de las compañías, las imperfecciones en los mercados de capitales será una condición necesaria para el ejercicio de la discrecionalidad directiva. Los mercados de capitales competitivos garantizarían la gestión de los recursos de tal manera que dichos elementos de renta pasarían a los propietarios de tales recursos más que a los - administradores de los mismos". Managerial theories of -- the firm. Op. cit. p. 6.

(185) El estudio realizado por H.K. Radice: Control type, profitability and growth in large firms: an empirical study.- Economic Journal. Septiembre, 1971. Demuestra que la empre

sa de inspiración gerencial presenta una tasa de expansión superior y tasa de beneficios algo inferiores pero más estables. Pueden verse también los trabajos de A. Sing & G.- Whittington: Growth, profitability and valuation.- Cambridge University Press, 1968 y de P. Sargant Florence: Ownership, control and success of large companies.- Sweet & Maxwell. Londres, 1971.

(186) Hawkins señala, en términos generales, las siguientes objeciones a los modelos teóricos de crecimiento: 1º) ¿Por qué las empresas van a desear un crecimiento constante y no —con altibajos? 2º) En un mundo en el que incluso las sim—ples técnicas de maximización de los beneficios son alta—mente desconocidas se arguye que no es probable que las empresas puedan utilizar el nivel de técnica necesario para solucionar un modelo de crecimiento constante; 3º) Existe una duda fundada de que si lo propusiesen las empresas no podrían disponer, ni ahora ni nunca, de los datos necesarios para ello. Aparte de esto, una condición subyacente de los modelos de crecimiento es el supuesto de imperfección de los mercados de capitales, pues en un mercado perfecto, la empresa que optara por un crecimiento que hiciese bajar demasiado el valor de sus acciones sería absorbida y que esta tasa de expansión que haría surgir el take-over sería —cualquier otra tasa distinta de la que maximiza los beneficios, aunque el problema radica precisamente en que nadie puede saber qué altura pueden alcanzar potencialmente los beneficios máximos. Theory of the firm. Op. cit. pp. 79-80.

(187) Vid. A. Bienaymé: La croissance des entreprises. Op. cit. Tomo 1. pp. 209 y sgts.

(188) Whittington llega incluso a más, al sostener que la procedencia de los recursos influye incluso en la utilización más o menos eficiente de los mismos, medida en términos de tasa de rentabilidad. Llega a denotar que la rentabilidad del proceso de expansión es algo inferior cuando se financia en mayor proporción en base a beneficios retenidos que si se hace predominantemente a través de emisiones de nuevos títulos, lo que revelaría cierta discrecionalidad directiva que esquiva los controles del mercado. The profitability of retained earnings.- Review of Economics and Statistics. Mayo, 1972. Vid. J.R. Wildsmith: Managerial theories of the firm. Op. cit. p. 124, para complemento de otros trabajos reseñados en su obra que se refieran a este aspecto.

(189) "Cuanto más crece una empresa, más tiende a buscar la independencia financiera reduciendo el coeficiente de endeudamiento a largo plazo Dl_t/Cpr; recurre con más gusto al aumento de las reservas por autofinanciación que a la emisión de acciones.". A. Bienaymé: La croissance des entreprises. Op. cit. Tomo 1. p. 237.

(190) Baumol contempla una hipótesis similar, según hemos tenido ocasión de exponer en el presente capítulo.

(191) "En realidad, la adopción de un comportamiento de prudencia en un medio ambiente mutable e incierto, traduce una voluntad de sobrevivir y de crecer que no es de ninguna manera incompatible con la rentabilidad a largo plazo". A. Bienaymé: La croissance des entreprises. Op. cit. p.80.

(193) "El crecimiento de la empresa se encuentra determinado -- principalmente por su rentabilidad y su capacidad de reinversión de beneficios. De cualquier forma, esta relación se corrige por otras dos variables: de una parte, la obtención de recursos externos complementarios; de otra parte, las cuotas de amortización y las provisiones". Como las cuotas liberadas en cada ejercicio superan siempre las inversiones de reposición, con lo que parte de estos recursos pueden aplicarse a financiar la expansión. A. Bienaymé La croissance des entreprises. Op. cit. Tomo 1. pp. 204 y sgts.

(194) Capital stock growth: a micro-econometric approach. North Holland Publishing Co. Amsterdam, 1963. Vid. especialmente Capítulo 2. pp. 6-59.

(195) J.M. Clark: Business acceleration and the law of demand: a technical factor in economic cycles.- Readings in business cycle theory. American Economic Association, 1944. - Hollis Chenery; Overcapacity and the acceleration principle.- Econometrica. Vol. 20. Enero, 1952. R.M. Goodwin: - Income, employment and public policy.- Trabajo incluido - en la obra editada por Lloyd A. Metzler(y otros): Essays in honor of Alvin H. Hansen.- W.W. Norton & Co. New York 1948.

(196) Capital stock-growth: a micro-economic approach..Op. cit. p. 9.

(197) G. Angenieux distingue dos etapas dentro del proceso de -- crecimiento: 1ª) etapa de inversión en la que se nota un - predominio de las inversiones fijas (crecimiento económico o de capacidad) en relación con los activos totales; 2º) - etapa de explotación en la que aumentan la proporción de - las inversiones circulantes (crecimiento de actividad). Les ratios et l'expansion de l'entreprise. Dunod. Paris, 1964. pp. 107-14 y 160-66. Por nuestra parte, estimamos que pueden distinguirse tres etapas: a) crecimiento financiero: posesión de los recursos financieros; b) crecimiento de capacidad: realización de las inversiones que permiten el aumento de capacidad; c) crecimiento de actividad: aumento - del volumen de producción y ventas.

(198) J. Lintner: Distribution of income of corporations among - dividends, retained earnings and taxes.- American Economic Review. Nº 46. Mayo, 1956 pp. 97-113.

(199) Kuh puntualiza que esta expresión no vale para siempre y - en todas las circunstancias, aunque se puede suponer que - puede existir una estabilidad apreciable de la relación -- durante algunos períodos; el comportamiento real de la política de dividendos vendrá influida, desde luego, por las fluctuaciones extremas del ciclo económico.- Capital stock growth: a micro-econometric approach. Op. cit. p. 18.

(200) Ibid. p. 23.

(201) Ibid. p. 25.

(202) The case for accelerated depreciation.- Quarterly Journal of Economics. Nº 67. Noviembre, 1953.

(203) Capital stock-growth: a micro-economic approach. Op. cit. p. 31.

CAPITULO II.- COMPORTAMIENTO FINANCIERO DE LA GRAN EMPRESA.

A lo largo de los capítulos expuestos hasta ahora hemos venido sosteniendo el predominio claro adquirido por el consejo - directivo superior dentro de las grandes compañías mercantiles -- que operan en las economías de mercado más avanzadas, esto es, -- dentro del capitalismo de base cuasi monopolística.

Hemos venido proclamando igualmente que la gran empresa moderna debe concebirse como una auténtica coalición de intereses de los diversos grupos o estamentos que la conforman, los cuales quedan aglutinados bajo la batuta del órgano directivo superior - de aquélla, siendo este órgano quien imprime el verdadero carácter en cuanto al comportamiento global, permanente y último de la propia organizacion, dentro de un mecanismo complejo de influencias - recíprocas entre las élites directivas, las compañías mercantiles de gran tamaño y el medio ambiente general sobre el que se opera. Pues bien, es misión esencial de la alta dirección de toda gran - empresa velar para que la coalición mantenga un equilibrio armónico en todo momento, en otras palabras, debe tratar de proporcionar una satisfacción suficiente de las aspiraciones de los distintos - grupos implicados a fín de asegurar el concurso de todos ellos de cara a preservar la supervivencia y potenciar la expansión de la - organización mercantil que gobiernan.

Hemos destacado también que dentro del esquema motiva-- cional del estamento autenticamente activo de la coalicion empresarial (alta dirección) resaltaban los factores identificación- - adaptación, en la terminología de Galbraith, (1) por encima incluso de la compensación pecuniaria. En base al carácter prevalente - de los factores de naturaleza psicológica sobre los factores materiales, parece claro admitir una preferencia instintiva de los altos mar[illegible]nservación de sus cargos y asimismo ha-

cia el engrandecimiento de la organización a la que sirven, ya - que de ello se deriva el realce público de su actuacion, amén de compensaciones pecuniarias cada vez más sustanciosas. En definitiva, el binomio supervivencia-expansión, o si se prefiere, el crecimiento en condiciones de seguridad, parece serla nota dominante de la conducta global que preside constantemente la actuación de los máximos dirigentes profesionales que rigen los destinos de -- las grandes compañías anónimas.

Por otro lado, la creciente complejidad que han ido alcanzando las empresas punteras de los países más avanzados ha alterado sustancialmente la competencia específica del estado mayor central que comanda estas unidades productivas, potenciando notablemente la descentralización de los aspectos operativos entre los órganos de mando de inferior categoría. Así, el área específica - de las decisiones inherentes a la alta dirección de estas corporaciones prácticamente queda circunscrita a las materias de naturaleza global y estratégica, mientras que las decisiones de rango - inferior, o sea de los niveles táctico e instrumental, siguiendo - la terminología de Starr, (2) son más bien competencia exclusiva de las unidades operativas en que se subdividen normalmente las -- compañías de este género.

Esto último ha traído consigo una convergencia muy acentuada en cuanto al modo de proceder de los comités directivos centrales de las distintas compañías de primera fila, de tal manera que puede decirse que la gestión a alto nivel se ha convertido -- prácticamente en un arte o ciencia de naturaleza universal.(3) Hemos defendido un comportamiento netamente financiero en cuanto al modo de actuar de los diferentes comites directivos centrales de las grandes empresas modernas, en el sentido de que sus quehaceres

básicos se vinculan al área de las decisiones financieras, tales como la captación de recursos financieros y su retribución, la asignación de éstos entre las diferentes unidades operativas, la fijación de objetivos de rentabilidad satisfactoria a los recursos asignados, la determinacion de políticas de expansión diversificada interna y externa, etc. El exponente mas genuino de este comportamiento financiero de la alta dirección viene representado por el conglomerado multinacional, etapa final hacia la que propenden inexorablemente las corporaciones de superior dimensión.

Pues bien, basados en estas observaciones sostenemos que el comportamiento global, permanente y último de la gran empresa moderna consiste en alcanzar en los diferentes períodos una tasa de expansión satisfactoria que no atente contra la supervivencia de aquélla o, lo que es igual, que garantice la continuidad de los altos cargos al frente de la misma. Tratando de identificar un indicador representativo de esta supuesta inclinación del comité directivo supremo de las grandes empresas, estimamos que el aumento de los recursos financieros permanentes manejados por los dirigentes de la corporación constituye la pieza clave que sintetiza elocuentemente la conducta global del estamento gerencial.

Esto equivale a afirmar que cualquier gran empresa dinámica, por lo general, puede encontrar o disponer de un amplio campo de actividades para llevar a cabo sus aspiraciones expansivas. El ritmo de expansión efectiva de la gran empresa debe quedar condicionado prácticamente al caudal de los recursos financieros permanentes que sea capaz de acumular en los distintos períodos, garantizando eso sí el cumplimiento de determinados requisitos o restricciones exigidos para no perjudicar la estabilidad o supervivencia de su conjunto. La expansión continua del

volumen de recursos financieros manejados por el comité directivo representa, en nuestra opinión, la aspiración más preciada del - "top management" de toda gran empresa, por cuanto que esto se traducirá antes o después en una expansión correlativa de la envergadura de los negocios de la misma.

Ahora bien, esta premisa básica requiere ciertas precisiones cuando se hace referencia al ritmo de expansión temporal - más conveniente de la gran empresa, pues no cabe pensar que el comité directivo trate de maximizar en cada momento el volumen de - recursos financieros permanentes sin mas, sino que la tasa de expansión deseable viene matizada por diversas restricciones dimanantes de la necesidad previa de asegurar la supervivencia de la organización. En este sentido, no son tanto las posibles dificultades de encontrar inversiones rentables a los recursos financieros disponibles los verdaderos obstáculos que condicionan el ritmo -- conveniente de expansión de dichos recursos, sino más bien otros varios factores de diversa entidad, entre los que pueden citarse la composición adecuada de la estructura financiera permanente en cuanto que la estabilidad o seguridad de la compañía se vincula igualmente a este aspecto, el nivel de cotización de las acciones que puede asignarse a las distintas tasas de expansión posibles, así como las diferentes combinaciones de procedencias de los recursos financieros por cuanto que la cotización de las acciones - puede influir sobre la continuidad de los altos cargos al frente - de la compañía e incluso también sobre el ritmo de crecimiento futuro, etc.

En resumen, hemos visto que a nivel global para el "top management" que maneja la gran empresa moderna:

a) El beneficio de los capitalistas-propietarios en el sentido en que éste se define dentro de la teoría de la empresa convencional, no es la única ni la principal preocupacion de su - quehacer global, último y permanente.

b) La supervivencia y el crecimiento son metas mas importantes que el beneficio convencional o que cualesquiera otros - componentes que pueden tener cabida dentro de una funcion de utilidad general.

c) Que no solamente el beneficio de los capitalistas -- propietarios, ni cualesquiera otra función de utilidad que dé entrada a otros aspectos aparte del beneficio no son los mejores indicadores de la preferencia de los dirigentes supremos de la compañía, sino que además éstos no tratan de maximizar su función de preferencias, sino más bien de alcanzar límites aceptables o satisfactorios buscando un comportamiento adaptativo que permita -- ver realizadas de la mejor manera posible sus preferencias en --- cuanto al crecimiento salvaguardando la continuidad de la organización.

Por consiguiente, un paradigma realista del comportamiento global, permanente y último de los dirigentes de la gran - empresa moderna debe reunir estas características:

1ª) Substituir la meta del beneficio de los capitalistas-propietarios por la meta del crecimiento seguro.

2ª) Omitir planteamientos en términos de funciones de - utilidad directiva medida a través de diversos componentes al estilo de los modelos estáticos de Baumol, O.E. Williamson, etc. -- Esto no quita para que todos estos pormenores produzcan una asignación de los recursos de naturaleza gerencial perfectamente plausi-

ble y compatible con la finalidad realista del crecimiento seguro. Así, el beneficio satisfactorio de los capitalistas-propietarios a tasa planeada, según los métodos prácticos de "marcaje"(target return-pricing) y teniendo en cuenta la asignación gerencial de - los recursos en su más amplia acepción, se encuentra implícitamente contenido dentro del paradigma alternativo que defendemos. En este sentido, el beneficio satisfactorio a tasa planeada, determinado en base a la asignación de recursos gerencial tiene una doble faceta dentro del crecimiento seguro de los recursos financieros. En primer término, una tasa de beneficios satisfactoria sobre los recursos propios es un requisito declarativo para hacer posible - la meta de crecimiento aspirada por el comité directivo y, en segundo término, constituye una de las fuentes de obtención de re-- cursos financieros para hacer posible el crecimiento seguro.

3ª) El comité directivo de la gran compañía moderna no trata de maximizar la tasa de expansión de los recursos permanentes dedicados a financiar el aumento de dimensión de aquélla, sino que pretende alcanzar más bien un incremento satisfactorio, salvaguardando ciertas restricciones dimanantes esencialmente de la necesidad de preservar la continuidad de la organización y, en definitiva, de conservar sus puestos de mando.

4ª) La actividad o actividades tradicionalmente desarrolladas por la gran compañía apenas representa una constricción -- efectiva en cuanto al ritmo de expansión temporal de los recursos financieros permanentes; son más bien otros factores de distinta naturaleza, tales como el personal ejecutivo disponible, los problemas de organización en general, la coyuntura de la economía en conjunto y del mercado de capitales en particular, la existencia de ciertas leyes de equilibrio inherentes a la composición de la

estructura financiera e inversora, etc. los que pueden condicio-- nar su ritmo de crecimiento. Esto quiere decir que la gran empresa no tiene por qué acomodar la tasa de expansión de los recursos financieros permanentes a las posibilidades de expansión temporal de las explotaciones atendidas hasta la fecha, sino que más bien ocurre al revés, esto es, son las posibilidades de expansión temporal de los recursos financieros en condiciones de seguridad las que establecen el ritmo de incremento de las inversiones, lo que obliga a hacer entrar en juego además explotaciones distintas de las habituales. En definitiva, la asignación de los recursos financieros adicionales se efectúa con arreglo a criterios financieros dentro de una estrategia de diversificación interna y externa en su más amplio sentido. Los servicios de búsqueda y selección - de proyectos de inversión son, por ello, una pieza clave que contribuye a reafirmar el comportamiento eminentemente financiero -- desplegado por los estados mayores centrales de las grandes compañías modernas.

1.- El beneficio contable de los capitalistas-propietarios.-

1.1.- Beneficio contable *vs.* beneficio económico de los capitalistas-propietarios.

Uno de los tópicos más arraigados dentro del estudio de la empresa capitalista es el relativo a la noción de beneficios. La idea tradicionalmente sostenida a este respecto consiste en -- llamar beneficios al excedente económico registrado entre los ingresos obtenidos por la prestación de bienes y servicios al mundo exterior, durante los distintos intervalos de tiempo en que se divide la vida de la empresa a efectos del cálculo, menos los costes o cargas de todo tipo sacrificados para la obtención de los - referidos ingresos.

Por consiguiente, aglutinando por un lado todas las -- transacciones realmente acaecidas dentro del ejercicio económico que supongan ingresos a favor de la empresa y detrayendo de éstos el importe de todas las transacciones que supongan consumos de -- factores, necesarios directa o indirectamente (4) para la generación de dichos ingresos, se llegaría a cifrar la pérdida o ganancia de los capitalistas-propietarios imputable al período considerado. (5)

Se desprende de ello que, a efectos de calcular el resultado empresarial periodico es preciso utilizar un convenio en cuanto al reconocimiento de los ingresos y costes. El convenio generalmente admitido es el de materialización por la venta o, en - general, el nacimiento del devengo en cuanto a la percepción del ingreso o en cuanto a la incurrencia en el coste o quebranto, con independencia de que coincida o no cronológicamente con la fecha de cobro del ingreso o con la de pago del elemento consumido.(6)

La definición del resultado de empresa en sentido económico puede encontrarse en las siguientes palabras: el beneficio - es la cantidad máxima que puede ser distribuida al concluir un determinado ejercicio económico sin que disminuyan los recursos propios de la compañía en términos reales. (7) Ello obliga a exigir un requisito clave para que pueda hablarse con propiedad de la -- existencia de beneficio en la empresa. Este requisito es la conservación sustancial del patrimonio de los capitalistas-propietarios o, como señala el profesor Fernández Pirla, "el mantenimiento del valor de liquidación del capital de la empresa en términos reales". (8)

Por este motivo, no basta con recoger la totalidad de - las transacciones realmente acaecidas a lo largo del período portadoras de ingresos o rendimientos y costes o quebrantos para poder determinar el beneficio o pérdida de la empresa, sino que es preciso cerciorarse de que el neto patrimonial de fín del período se mantiene intacto en términos reales. Ello obliga a indagar, -- por una parte, si se ha producido algún cambio de valor de las inversiones o activos mantenidos por la compañía e igualmente -aunque es menos frecuente- si ha habido alguna alteración en cuanto al valor de reembolso de los recursos ajenos poseídos; por otra - parte, hay que hacer incidir sobre los beneficios los efectos derivados de la posible variación de la capacidad adquisitiva de la unidad monetaria en que vienen expresados los elementos patrimoniales. Así, pues, conceptualmente el resultado de empresa vendría determinado por los ingresos devengados por operaciones acaecidas en el período menos los costes incurridos para la realización de dichos ingresos, junto con las variaciones ocurridas en el valor de las existencias de los elementos patrimoniales y las variaciones experimentadas durante el período por el patrón de medida mo-

net

Cabría hablar de un doble orden de soluciones respecto a los pormenores apuntados en el párrafo anterior. Así, en el terreno doctrinal la postura quizás más defendible consistiría en incorporar a los resultados las incidencias portadoras de ganancias o pérdidas potenciales a medida que el cambio de valor de los elementos patrimoniales o de la propia unidad monetaria fuese detectado, aún cuando aquéllas no estuviesen consumadas definitivamente. Sin embargo, la solución observada generalmente en la práctica discrepa bastante de la solución doctrinal. Así, las variaciones de capacidad adquisitiva de los recursos propios suelen ignorarse a efectos del cálculo de beneficios; en cambio, las oscilaciones del valor de los fondos patrimoniales se rigen por la regla asimétrica del conservadurismo contable, esto es, suelen incorporarse al resultado las minusvalías de los activos tan pronto existan indicios fundados de que éstas puedan haberse producido, mientras que las plusvalías no suelen incorporarse hasta tanto no se hayan materializado efectivamente. (9)

Además de las plusvalías y minusvalías latentes en lo que respecta sobre todo a los activos poseídos por la compañía, pueden existir diversos sucesos aleatorios que pueden dar lugar a la aparición de activos o pasivos contingentes, entre los que pueden señalarse indemnizaciones por garantías prestadas, litigios, riesgos de cobranza de los créditos concedidos por la empresa, etc. La regla del conservadurismo contable sigue aplicándose normalmente para esta clase de sucesos cuyo desenlace final no es conocido a efectos de calcular el resultado periódico de la empresa. Así, la existencia de obligaciones y quebrantos contingentes da origen con relativa facilidad a la oportuna dotación de provisiones adecuadas, las cuales minoran preventivamente la cifra de resultados. La incorporación de los activos contingen-

tes se pospone hasta la fecha en que éstos se materialicen indubitablemente.

El conservadurismo contable preside también respecto a la solución práctica que habitualmente se otorga a determinados hechos cuya calificación es harto problemática. Hay una larga serie de partidas para las que no resulta fácil distinguir si se trata de costes o de inversiones capitalizables. Entre las partidas de este género se cuentan: los gastos de investigación, los gastos de campañas publicitarias y de promoción de ventas, los gastos de formación de personal, los gastos de innovación dentro de la organización y, en general, otros muchos elementos de naturaleza inmaterial. (10) La aplicación de estos gastos a los resultados de la empresa suele guiarse preferentemente por consideraciones de preservar la continuidad de la organización o, en todo caso, es una herramienta utilizada discrecionalmente por los dirigentes empresariales para dar la imagen del beneficio que más convenga a sus intereses en los diversos casos y circunstancias.

Del mismo modo, para que la asignación periódica de los resultados convencionales de la empresa capitalista pueda tener visos de veracidad sería menester disponer de un conocimiento cierto de los hechos futuros. La evaluación analítica asignada a los diversos componentes del patrimonio empresarial en los distintos momentos es siempre provisional, ya que no puede conocerse a ciencia cierta el desenlace final de los hechos futuros. Esta característica se aplica tanto a los activos circulantes como a los activos fijos, si bien la incidencia cuantitativa de estos últimos por diferentes razones (mayor peso relativo, mayor ciclo de permanencia, etc.) puede ser mucho más acusada. En este sentido, la dotación por amortizaciones obedece normalmente, dentro de cier[illegible]ones subjetivas más o menos discreciona-

les, ya que el conocimiento de módulos económicos objetivos e indiscutibles suele brillar por su ausencia debido a la incertidumbre que rodea la vida económica de los activos fijos depreciables. (11) Otro tanto puede decirse de la dotación de ciertas provisiones cuya razonabilidad puede ser puesta en entredicho; las provisiones detraen el beneficio del ejercicio, pero pueden ocultar un auténtico aumento de los recursos propios si el riesgo previsto no llega a cumplimentarse. (12)

De todo lo que venimos diciendo, sacamos la conclusión de que el concepto convencional de beneficio de los capitalistas-propietarios sobre el que se informa en los estados financieros de las empresas es eminentemente provisional y relativo, viniendo condicionado por los distintos criterios de valoración aplicados en forma consistente, por el principio mantenido respecto a cuándo debe reconocerse contablemente el resultado, por las hipotesis formuladas respecto a ciertas expectativas, por la decisión tomada en torno a las variaciones del patrón monetario de medida, etc. (13)

En términos generales, puede afirmarse, con las naturales reservas que se desprenden de los márgenes de discrecionalidad comentados que conlleva el cálculo del resultado convencional de la empresa, que dado el contexto inflacionista en el que operan las compañías capitalistas, la cifra de beneficios de éstas es meramente nominal y exagerada en términos reales. Al regir a ultranza la norma del coste histórico de adquisición, no teniendo en cuenta las variaciones experimentadas en la capacidad adquisitiva del dinero, ni los costes de reposición de las inversiones manejadas por las compañías, dentro del proceso de cálculo de los resultados, lo más probable es que los beneficios o pérdi-

das informadas por los estados financieros sean en parte ficti-- cios. (14) En estas condiciones, no puede haber seguridad de que los beneficios que declaran la compañía representen un excedente económico sobre la cifra de recursos propios invertidos en términos reales y, en consecuencia, no puede asegurarse que la distinción de dividendos no represente en todo o en parte reintegros - del neto patrimonial, o lo que es lo mismo, no puede garantizarse que los beneficios retenidos vayan a poder destinarse a expansionar el tamaño del negocio, sino que pueden no ser suficientes siquiera para reponer el nivel de actuación mantenido en el pasado. (15)

Puede decirse, por tanto, que el concepto contable de resultado que se maneja en la práctica es meramente convencional y además se encuentra divorciado del concepto económico de excedente de empresa. (16) Aquél se fundamenta preferentemente en -- usos mercantiles y reglas establecidas por la profesión contable y en aspectos de legislación positiva-mercantil y fiscal- la cual se preocupa únicamente de defender una objetividad mal entendida, así como la verificación fácil de los datos contables que conforman el resultado, sin ocuparse apenas del trasfondo económico que da origen al mismo. (17)

En este sentido, debemos constatar que el cálculo contable del resultado, tanto si se utiliza el procedimiento de evaluar directamente las corrientes de ingresos y de costes devengados en el período, como si se acude a la comparación de dos situaciones consecutivas de neto patrimonial, valora el patrimonio empresa-- rial elemento por elemento, en función de pautas tales como el - precio de adquisición o el valor actual de mercado, etc. en vez de su valor actual en función de los rendimientos esperados, es-

to es, se hace caso omiso del todo empresarial o sea de la función conjunta y coordinada que desempeñan la totalidad de los elementos patrimoniales en el orden productivo y, en definitiva, en el proceso generador de la renta.

Es aquí donde se advierte, con mayor claridad, la discrepancia existente entre el beneficio desde el punto de vista económico y desde el punto de vista contable convencional. El resultado económico ex-ante no sería otra cosa que la diferencia existente entre el valor esperado de la riqueza de los accionistas al final del período y el valor real de mercado al inicio del mismo, teniendo en cuenta que el valor de mercado mide el valor actual de los cash-flows netos esperados en los períodos futuros, mientras que el resultado económico ex-post no es ni más ni menos que la diferencia entre el valor real de la riqueza de los accionistas al final del periodo y el valor real de mercado de las acciones al comienzo del período.(18)

Siguiendo a D. Bodenhorn, (19) para quien el valor de mercado de los recursos propios es el valor actual de los cash-flows netos esperados, se tienen las siguientes relaciones:

S_o = valor de mercado real de las acciones al comienzo del período = inversión inicial de los accionistas.

N_1, N_2,... = cash-flows netos esperados en los períodos futuros.

r = tasa de descuento correspondiente al tipo de riesgo asumido por los accionistas.(20)

$$S_o = \frac{N_1}{(1+r)} + \frac{N_2}{(1+r)^2} + \ldots + \frac{N_n}{(1+r)^n} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{N_i}{(1+r)^i} \qquad n \to \infty$$

$E(W_1)$ = valor esperado de la riqueza de los accionistas al ... del período

$$E(W_1) = N_1 + \frac{N_2}{(1+r)} + \frac{N_3}{(1+r)^2} + \ldots + \frac{N_n}{(1+r)^{n-1}} = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{N_i}{(1+r)^{i-1}} =$$

$$n \to \infty$$

$$= S_0(1+r)$$

La riqueza esperada de los accionistas al final del primer año - será igual al cash-flow esperado del primer período, más el valor de mercado esperado en ese momento de acuerdo con las expectativas trazadas. Esto es lo mismo que decir que el valor de la riqueza esperada al final del período es igual al valor de mercado -- real inicial S_o más los rendimientos normales esperados para dicha inversión $S_o r$.

W_1 = valor real de la riqueza de los accionistas al final del período.

$$W_1 = C_1 + S_1 = C_1 + \frac{M_2}{(1+r')} + \frac{M_3}{(1+r')^2} + \ldots + \frac{M_n}{(1+r')^{n-1}} =$$

$$= C_1 + \sum_{i=2}^{\infty} \frac{M_i}{(1+r')^{i-1}}$$

Esto significa que el valor real de la riqueza de los accionistas al final del período es igual al cash-flow real obtenido durante el período, es decir, C_1, más el valor real de mercado de las acciones al final del período, o sea, S_1 (si se distribuyese a los socios íntegramente el cash-flow real), cuya magnitud vend[redacted]n de las nuevas expectativas existentes

tanto respecto a los cash-flows netos esperados M_i, como respecto a la posible nueva tasa de descuento exigida por los accionistas. (21)

De todo lo que venimos diciendo se desprende que:

Resultado económico ex-post $Re_1 = W_1 - S_o = C_1 + S_1 - S_o$

o, si se quiere:

$$S_o = C_1 + S_1 - Re_1$$

lo que vendría a decir que el beneficio económico ex-post es la cantidad máxima que puede repartirse a los accionistas como dividendo al final del período, de tal manera que el valor real de mercado de las acciones una vez entregado todo el beneficio a los accionistas fuese exactamente igual que el valor de mercado de las acciones al comenzar el período. (22)

$$\text{Resultado económico ex-ante} = E(W_1) - S_o = S_o r$$

lo que vendría a decir que el beneficio económico ex-ante sería el dividendo máximo que los dirigentes esperan poder pagar a los accionistas sin perjudicar la situación inicial de éstos. Se trata, como se ve, de un beneficio subjetivo esperado, (23) que se correspondería con la tasa normal de rendimiento exigida por los accionistas para el riesgo asumido.

Ahora bien, el desenlace real de los acontecimientos puede corresponderse o no con las expectativas previstas, por lo que el resultado económico ex-post puede ser igual, mayor o menor que el resultado económico ex-ante, puesto que se actúa en un medio incierto. Así, pues, la tasa de rendimiento normal puede ser no alcanzada, igualada o rebasada. Aparece, por tanto, el concepto de beneficio o pérdida pura (24) que mide la desviación entre

el beneficio económico ex-post y ex-ante. Por ello:

$$\text{Resultado económico ex-post} = S_o r \overset{+}{-} \text{Beneficio o pérdida pura.}$$

El resultado económico ex-post está formado, por consiguiente por dos componentes: (25)

a) el coste de oportunidad de los recursos propios para la clase de riesgos aceptada por estos capitales que vendría - medido por $S_o r$, de la misma manera que los recursos ajenos exigen una tasa de retribución i, menor que la tasa r, por ser el riesgo asumido por los prestamistas inferior al que soportan los accio-- nistas.

b) el excedente empresarial propiamente dicho que repre senta la retribución genuina de la empresa, la cual puede expli-- carse en función de diversas teorías: función coordinadora de la unidad productiva, competencia imperfecta o posición de dominio - en el mercado, coyuntura favorable o desfavorable, etc. Ni que decir tiene que el excedente e presarial puede ser de hecho positivo o negativo, según cual haya sido la actuación real de la empre sa.

Así, pues, en pura ortodoxia capitalista, solamente el excedente empresarial debiera gozar del rango de resultado económico, puesto que $S_o r$ puede considerarse como el coste normal de - los capitales propios. La caracteristica diferenciadora entre el coste de los recursos ajenos i y el coste de los recursos propios r es que i representa a la vez el pago o retribución efectiva de los primeros, mientras que r es únicamente un coste de oportunidad que podrá o no corresponderse con el pago efectivo del dividendo. Así, si hubiera beneficio puro, el dividendo puede ser ma-

yor, igual o menor que el coste de oportunidad, mientras que si se detecta pérdida pura, en teoría, el dividendo tendría que ser inferior al coste de oportunidad, aunque en la práctica puede complementarse echando mano de beneficios retenidos en períodos anteriores. Sea como fuere, lo cierto es que en la práctica el resultado económico ex-post engloba los dos componentes mencionados, esto es, la segregación de los dos conceptos no se admite a efectos jurídicos ni fiscales.

De cualquier forma, debe quedar perfectamente claro que el concepto de resultado económico viene a corroborar la idea de que los accionistas son la pieza central de la firma de negocios y que el mercado bursátil evalúa adecuadamente las expectativas de ganancias futuras que son las que definen el valor global o sintético de la compañía. El resultado económico, en definitiva, se establece bajo la perspectiva de los capitalistas-propietarios y su cuantía viene condicionada a la exigencia de preservar íntegramente la riqueza inicial de los mismos, suponiendo además que el valor de mercado de las acciones representa una evaluación precisa de las expectativas de obtención de los cash-flows en períodos futuros. En suma, el resultado económico ex-post no es otra cosa que la diferencia entre los valores reales de mercado de las acciones al término y al comienzo de cada período económico.(26)

A efectos previsionales, se espera que al término del período el valor de mercado de las acciones se eleve en una cuantía equivalente a la tasa de rendimiento exigida por los accionistas multiplicada por el montante inicial de sus inversiones en la empresa (valor de mercado inicial de las acciones). Sin embargo, cualquier cambio en las expectativas, tanto en lo que se refiere al cash-flow real obtenido en relación con el previsto, como en los c[illegible]vistos al término del período en rela-

ción con las previsiones efectuadas al comienzo del período o en la propia tasa de rentabilidad exigida por los accionistas, o -- bien una mezcla de todos estos conceptos, determina la aparición de beneficios o pérdidas puras imprevistas, lo que supondrá una - variación en las cotizaciones de las acciones por encima o por de bajo de la variación prevista. Por ello, los dos componentes que inciden en la alteración de los cambios de los títulos definirán el resultado económico de la empresa.

Ahora bien, como acertadamente señala Vatteville: "Desgraciadamente la confianza otorgada al mercado financiero nos parece un poco excesiva; no parece poder concederse, en todo caso, a un mercado tan estrecho como el de la Bolsa de París. Demasiados factores extraños a la economía son susceptibles de actuar sobre las cotizaciones de los valores mobiliarios por lo que no podemos aceptar este punto de vista. Es muy de temer que este método nos conduzca a substituir una fuente de imprecisión por otra. Podemos sacrificar una satisfacción de orden teórico en aras a obtener una medida más fácilmente inteligible." (27)

He aquí una crítica elocuente a la posible utilización del resultado económico en substitución del resultado contable -- convencional tradicionalmente manejado. Por contra, el propio --- Vatteville en base a las imperfecciones apuntadas respecto al mercado financiero, opina que el resultado contable representa una - medida más apropiada e inteligible, a pesar de los numerosos puntos criticables en que se apoya su cálculo, según hemos dejado -- apuntado, para dar a entender cuál ha sido el excedente económico generado por una compañía en un período, opinión que provisionalmente aceptamos también por nuetra parte.

El resultado contable, tal como hemos dejado dicho, se obtiene valorando el patrimonio de la compañía elemento por elemento, prescindiendo de la noción de empresa como combinación -- funcional de diferentes elementos patrimoniales debidamente coordinados y organizados, capaz de desarrollar una actividad productiva y de generar por ello una renta. (28) Así, para el resultado económico el todo empresarial adquiere sustantividad a efectos de valorar la empresa, mientras que para el resultado contable se llega al valor del todo mediante la adición de las diferentes partes o elementos por separado. Por ello, el resultado contable ex-post puede definirse como el dividendo máximo que podría satisfacerse a los accionistas al final del período, permaneciendo intacto el montante registrado al comienzo de período de los recursos propios, (29) valorando uno a uno los diversos componentes de la estructura patrimonial y utilizando criterios de valoración consistentes.

Así denominando:

S'_0 = montante inicial de los recursos propios contables = valoración analítica del neto patrimonial al comienzo del período.

S_1' = valoración analítica del neto patrimonial al final del período (excluyendo el cash-flow real percibido durante dicho período)

Resultado contable ex-post $R_{c1} = C_1 + S_1' - S_0'$ (30)

También puede hablarse de resultado contable ex-ante,- como los beneficios totales que se esperan obtener durante el periodo aplicando al montante contable de los recursos propios iniciales la tasa de rendimiento exigida por los accionistas para el

tipo de riesgo soportado por ellos. Suponiendo que la tasa fuera r, se tendría:

$$\text{Resultado contable ex-ante} = S_o'(1+r) - S_o' = S_o'r$$

De este modo, puede hablarse también de un beneficio o pérdida pura contable que mediría la desviación entre exigencias de rendimientos para los capitales propios y rendimientos realmente alcanzados, esto es, entre resultados ex-ante y ex-post.

Resultado contable ex-post $R_{c1} = S_o'r \pm$ Beneficio o pérdida^{pura} contable.

Al igual que para el resultado económico, $S_o'r$ representaría el coste de oportunidad de los recursos propios registrados contablemente, mientras que el auténtico excedente a nivel contable vendría medido por el beneficio o pérdida pura contable. Evidentemente, el coste de oportunidad mencionado puede coincidir o no con el pago efectivo del dividendo. En cualquier caso, el resultado contable ex-post en la práctica engloba tanto el coste de oportunidad como el beneficio o pérdida pura. (31)

Como vemos, a diferencia del resultado económico, el resultado convencional contable se calcula a espaldas de la incidencia habida en las cotizaciones de las acciones, tanto si ha habido plusvalías o minusvalías para las mismas en relación con sus cotizaciones iniciales. Por consiguiente, el resultado contable representa un enfoque desde la propia empresa y, en cierto modo, prescinde de las repercusiones experimentadas en la riqueza de los accionistas.

.../...

1.2.- Fiabilidad restringida del beneficio contable de los capitalistas-propietarios.

Aunque a nivel de definición no parece haber duda de lo que representa el resultado contable ex-post, sin embargo, en términos prácticos hay que extremar la cautela en cuanto a la significación de su importe dada la facilidad con que se presta a manipulaciones deliberadas por parte de los dirigentes empresariales y a la propia endeblez de las prácticas convencionalmente aceptadas en que se apoya su cálculo. Sabemos que contablemente el resultado no es otra cosa que la diferencia entre los ingresos y los costes periodificados reflejados en los registros contables. Sin embargo, la fiabilidad de los ingresos y costes registrados puede ponerse en entredicho por diversos motivos. Este inconveniente se agudiza, por lo general, tanto más cuanto mayor sea la dimensión de la compañía a la que se refiere el cómputo.

Es difícil clasificar los motivos por los que la representatividad del resultado contable puede suscitar recelos. En términos generales, pueden establecerse las siguientes categorías de motivos: a) dificultades innatas de medición y valoración de determinados componentes del resultado; b) prácticas contables discutibles; c) conveniencias gerenciales apoyadas en razones de seguridad; d) manipulaciones gerenciales tendentes a declarar una cifra de resultados conveniente a sus intereses. En la práctica, todos estos motivos pueden darse simultáneamente y aparecer entrelazados.

Las dificultades de medición y valoración se polarizan esencialmente en la estimación de la depreciación sufrida por los activos fijos y en la dotación de provisiones para depreciación de determinados activos y para obligaciones de naturaleza contin-

gente o aleatoria. Así, la evaluación de las cargas por amortización y de las provisiones es por lo general bastante problemática, máxime cuando se opera en un marco altamente evolutivo en el que la obsolescencia y la inflación actúan como elementos perturbadores de los cálculos nominalistas contables. Si a ello unimos una posible discrecionalidad directiva en cuanto a la utilización de los datos contables, nos encontraremos con que el resultado reflejado contablemente puede ser bastante inexacto. Por consiguiente, las cargas por amortización y las provisiones pueden ser excesivas o insuficientes, dando lugar a que la cifra de resultados fuera menor o mayor respectivamente que la que realmente debiera ser. En resumen, el resultado contable fidedigno puede diferir sustancialmente del resultado contable informado. En otras palabras, el cash-flow puede representar el límite superior del resultado contable cuando las dotaciones por amortizaciones o provisiones fueran excesivas, o bien el propio resultado contable representa una magnitud desmesurada cuando estas cargas son insuficientes. (32)

Algunas de las prácticas contables esgrimidas en lo relativo a la determinación del resultado son controvertibles, lo que hace que la cifra calculada diste de ser forzosamente representativa. Entre estas prácticas dudosas se encuentran los desembolsos efectuados en publicidad, promoción de ventas, organización, formación de personal, investigación, etc. a los que pueden dárseles indistintamente la condición de gastos consumidos o de inversiones capitalizables. La asignación a una u otra categoría suele apoyarse en prácticas contables arraigadas más que en un análisis riguroso del papel económico de estos desembolsos. Otras prácticas de este estilo serían el desconocimiento de los efectos derivados de la capacidad adquisitiva del dinero, el empleo a ul9

tranza del coste histórico, el desconocimiento de las plusvalías no materializadas de determinadas inversiones, etc.

La seguridad que buscan los dirigentes de las grandes compañías queda reflejada en la existencia de costes discrecionales, es decir, consumos no estrictamente necesarios para la producción de los ingresos. Así, la cifra de resultados contables no es significativa cuando entre los costes se encuentran computadas partidas importantes en términos cuantitativos, utilizados deliberadamente para proporcionar una imagen no excesivamente brillante de la marcha de los negocios que administran. Por ello, el juicio que merece el resultado contable vendrá condicionado por la magnitud imputada en los diversos períodos de esta clase de costes de los que puede prescindirse, llegado el caso, sin que ello menoscabe apenas la producción de los ingresos.

La gerencia empresarial puede manipular el resultado contable en su deseo de ofrecer la cifra de beneficios que más convenga a sus intereses en cada momento, acudiendo a distintos procedimientos, algunos de los cuales pueden llegar incluso a rozar los límites de la legalidad. Así, en los grupos de empresas ramificados las transferencias intercompañías de activos reales o financieros pueden hacerse a precios estudiados que encaucen el resultado contable hacia la cota deseada. En este sentido, podrían mencionarse las prácticas de cesión de mercancías, activos fijos o paquetes de acciones a precios superiores a los de coste con el fín de incrementar la cifra de beneficios cuando interese hacerlo, materializando contablemente plusvalías latentes en dichas partidas que pasan a ser componentes del balance de sociedades afiliadas a los precios fijados. En este mismo capítulo cabría incluir también las posibles manipulaciones gerenciales respecto

ál destino contable otorgado eventualmente a desembolsos para los que las prácticas contables pueden afirmar que se trata de costes imputables al período o bien de inversiones capitalizables, eva-- luación de las cargas por amortización y dotación de provisiones, etc. (33)

A pesar de las múltiples imperfecciones y de la discrecionalidad directiva que rodea el cálculo del resultado contable periódico, la magnitud comentada es la que sirve de base para representar la meta global, permanente y última asignada convencionalmente a la empresa capitalista. En el caso concreto de la gran empresa, teniendo en cuenta que ésta puede planificar bastante - bien su actuación, al menos a corto o medio plazo, merced a su dominio sobre el medio en el que opera, su conducta habitual consiste en llegar a una cifra de resultados contables periódicos que represente una determinada tasa de rendimiento respecto a la masa de recursos permanentes totales o propios registrados contablemente, utilizando la pertinente política en cuanto a la presupuestación de los costes y en cuanto al marcaje de los precios en base a los costes que permita llegar a la meta perseguida de antemano.

1.3.- El beneficio contable de los capitalistas-propietarios como concepto ideologico.

Sin embargo, el resultado contable que se utiliza a efectos de la confección de los estados financieros de la empresa capitalista obedece a una mera interpretación ideológica del significado y proceder de la misma. La clave de ello radica en lo que se consideran costes y lo que se considera excedente empresarial dentro de la economía de mercado. El criterio de demarcación viene decisivamente informado por la forma de propiedad reconocida -

en los textos legales que regulan la empresa de negocios de esta forma de organización económica. Pues bien, como el ordenamiento jurídico sanciona que la empresa capitalista pertenece a sus capitalistas-propietarios de aquí que las remuneraciones que se otorguen a las acciones no tienen el carácter de costes; en cambio, - las remuneraciones otorgadas al factor trabajo y al factor capital tomado a préstamo son costes. Este criterio es, por supuesto, enteramente discutible, sobre todo, cuando se aplica a la gran empresa moderna en la que la separación entre dirigentes y accionistas es un hecho consolidado y en la que además el órgano auténticamente activo que vitaliza aquélla no son los accionistas sino - su consejo directivo.

De entrada, parece absurdo que las remuneraciones coactivas o pactadas sobre la cifra de resultados contables correspondientes a los partícipes ajenos a los capitalistas-propietarios no sean tratadas como costes, a tenor de la interpretación legalista acerca de la pertenencia de la empresa capitalista.

En rigor, el impuesto sobre los beneficios, la participación del personal, de los consejeros, etc. sobre las ganancias representan costes para los accionista, aunque las prácticas entendidas definan el saldo de pérdidas y ganancias sin detraer estas cargas. Evidentemente, el excedente económico susceptible de ir a parar a manos de los accionistas no será el saldo de pérdidas y ganancias, sino que será éste menos las cuotas a percibir por -- los partícipes ajenos con derecho a retirar una porción de dicho saldo.

En otras palabras, habría que convenir que bajo el enfoque convencional que entiende que el fin esencial de la gran empresa debe identificarse con los intereses de los capitalistas-pro

pietarios, la cifra de beneficios auténticamente representativa - de dicho fín debiera ser el excedente económico neto pertenecien te jurídicamente a los accionistas. En este sentido, la obtención de un excedente económico neto que representase una tasa de rendi miento satisfactoria con respecto al volumen de los recursos pro- pios contables podría constituir la meta principal que guíase el com portamiento global, permanente y último de la empresa capitalista cualquiera que fuese el tamaño de ésta.

Sin embargo, hemos sostenido a lo largo del presente - trabajo que este punto de vista se encuentra absolutamente divor- ciado de la realidad cuando nos referimos a la gran empresa moder na. Entendida ésta como una coalición asimétrica de intereses, en la que sobresale la influencia decisoria del estamento directivo, el concepto convencional de beneficio contable, aún detrayendo del mismo las cuotas correspondientes a los partícipes ajenos a los - accionistas, no sirve tampoco para plasmar la conducta efectiva - desplegada supuestamente por esta clase de organizaciones. Si el cuerpo de accionistas de una gran empresa actúa prácticamente como un mero prestamista de recursos financieros en favor del estamento activo de la compañía, las retribuciones asignadas a éstos en con- cepto de dividendos tendrán igualmente la condición de costes ba- jo la perspectiva de la alta dirección de aquélla. (34)

Ya hemos señalado que, de hecho, ocurre que las grandes empresas tienden a mantener unas políticas de dividendos estables y bastante semejante entre ellas que son las que, por otra parte, marcan la pauta de satisfacción de los accionistas. Si se tiene - en cuenta además que la proposición de la política de dividendos emana del consejo directivo y que tal proposición equivale prácti camente a una imposición, no hay duda de que la magnitud de los - dividendos es un coste planificable bajo la perspectiva de la al- ta dirección de la empresa.

2.- Un nuevo concepto de beneficio para la gran empresa: el beneficio gerencial.

En una primera aproximación, podría identificarse el beneficio gerencial con el beneficio contable retenido que pasa a desempeñar un papel clave dentro de las aspiraciones fundamentales del estamento directivo que, según hemos señalado repetidas veces, consistirán en acrecentar el tamaño de los negocios sometidos a su control, dentro de unas condiciones de seguridad suficientes para no hacer peligrar la supervivencia de la organización y, en definitiva, la propia continuidad de los máximos dirigentes al frente de la compañía.

Sin embargo, nuestro concepto de beneficio gerencial va bastante más allá de los estrechos límites en que queda enmarcada la autofinanciación neta. Para llegar a la comprensión del mismo es preciso tener en cuenta otros aspectos de gran relevancia, como son: el comercio de los activos financieros, las dotaciones a las amortizaciones, provisiones y saneamiento de activos, las desinversiones de activos fijos, los contratos de leasing y los intereses de los accionistas minoritarios cuando el enfoque atiende a la perspectiva del grupo empresarial organizado jurídicamente a través de diversas sociedades.

Por ello, en lo que sigue nos referiremos separadamente a cada uno de los anteriores componentes del beneficio gerencial, a fin de poder llegar a ofrecer un concepto del mismo, cuestión que juzgamos esencial para poder llegar a comprender el comportamiento financiero de la gran empresa.

2.1.- El componente beneficios retenidos.-

Bajo una interpretación netamente gerencial, podría defenderse que el fín último, global y permanente de la gran empresa moderna consistiría en obtener un volumen de beneficios retenidos que equivaliese a una determinada tasa satisfactoria de incremento de los recursos permanentes totales que son, en términos generales, la base de la expansión de la compañía. Así, dentro del proceso general de planificación de la gran empresa, habría que programar la política de precios y costes bajo la idea de que el remanente retenido debe representar una determinada tasa de aumento de los recursos permanetes. (35) Esto sería lo mismo que decir - que el comportamiento sustancial del consejo directivo propende a lograr una determinada tasa de expansión representada por el incremento de los recursos permanentes. (36)

La seguridad que debe presidir el proceso expansivo de la gran empresa podría circunscribirse de momento exclusivamente a la obtención simultánea de un saldo de pérdidas y ganancias convencional que equivaliese a una tasa satisfactoria sobre los recursos propios, en concordancia con las tasas que declaran otras compañías de rango parecido que operan en el mismo medio ambiente. La diferencia entre el saldo de pérdidas declarado y el volumen - de beneficios retenidos satisfactorios debe estar planeado para - pagar las cuotas de los partícipes ajenos, así como un dividendo satisfactorio que no discrepe de la tónica general mostrada a este respecto por las compañías de similares características. El peso de los usos y prácticas dimanantes de la forma tradicional de presentar la naturaleza de la empresa capitalista exige como condición de supervivencia la declaración del saldo de pérdidas y ganancias en los términos apuntados.

En suma, mostrar que se ha logrado una tasa de rendimiento satisfactoria para los capitales propios constituye un requisito declarativo para hacer posible la aspiración de crecimiento seguro que pretende conseguir el estamento directivo que gobierna la empresa moderna. Fíjese bien que hemos dicho requisitdvo declarativo en vez de condición efectiva, por cuanto que la discrecionalidad directiva respecto a la determinación del resultado contable puede dar lugar a una discrepancia estimable entre lo que se declara y lo que realmente es, según hemos comentado anteriormente. Las imágenes esteriotipadas son las que cuentan a efectos del juicio de terceros sobre la realidad empresarial y así el beneficio declarado, auditado a lo sumo por censores independientes, es aceptado por los accionistas típicos con plena confianza. De aquí que la declaración de una tasa de rendimiento satisfactoria para los capitales propios no represente un problema excesivamente arduo para los dirigentes de las grandes compañías, no importa cuál sea la coyuntura concreta por la que atraviesa la economía; el juego de los gastos discrecionales, las políticas de amortización y provisiones, los desembolsos capitalizables o imputables a gastos del período, etc. pueden manejarse en la dirección que convenga para poder mostrar que dicho requisito se ha alcanzado.

2.2.- El comercio de los activos financieros.-

El beneficio gerencial como plasmación concreta del fin básico del consejo directivo de la gran empresa, esto es, del crecimiento satisfactorio en condiciones de seguridad, como ya hemos indicado, no está compuesto únicamente por la masa de beneficios retenidos que produce el ciclo normal de operaciones. Es cierto que el [redacted]lla debe concebirse como una repro-

ducción ampliada del capital, con retención y autoacumulación -- cuasiforzosa de una porción del excedente económico generado por ella misma. Ahora bien, la gran empresa por su especial situación y por los privilegios consiguientes de que disfruta está en magníficas condiciones de atraer hacia sí una parte del excedente económico de las demás unidades productivas o consuntivas (ahorro de las rentas salariales, ahorro de las rentas del capital por intereses y dividendos, ahorro de otras empresas, ahorro exterior), - ya directamente, ya a través de los intermediarios financieros -- del sistema. (37)

De esta forma, el beneficio gerencial que sirve para financiar los planes de expansión deseados por los dirigentes debe integrar no sólo los beneficios retenidos por la propia compañía, sino también los recursos permanentes netos captados mediante la puesta en circulación de nuevos activos financieros.

Podría pensarse que el deseo de independencia de los - máximos dirigentes de las grandes compañías les ha de llevar a - limitar la expansión a los beneficios retenidos, más creemos que esto supone una simplificación del comportamiento efectivo que se observa en el seno de estas entidades.

Ya no es sólo el atractivo que representa la expansión dentro del cuadro de preferencias de los altos dirigentes lo que les moverá a poner en circulación nuevos activos financieros que amplíen el ritmo de crecimiento de su firma, sino que incluso los motivos de imagen de la propia empresa, el compromiso que tienen frente a los inversores bursátiles, la conveniencia de mantener un determinado perfil de los recursos permanentes respecto a rentabilidad, riesgo, etc. constituyen argumentos harto elocuentes por los que se comprende fácilmente que la emisión de nuevos activos financieros debe tener cabida dentro del beneficio geren--

cial, como representación genuina de la propensión directiva hacia el aumento de dimensión de la gran compañía. Esto no quita - para que el deseo de independencia tenga que ser salvaguardado de modo satisfactorio. El quid de esta cuestión radicará en la pro-- porción conveniente que han de mantener las distintas fuentes alternativas que conforman la función-objetivo del beneficio gerencial satisfactorio, pudiendo constituir una restricción de dicha función-objetivo del consejo directivo.

Podemos concebir perfectamente el comercio de los activos financieros y la gestión financiera en general, como una explotación "suigeneris" en relación con la finalidad suprema del consejo directivo de la gran empresa, por cuanto que puede proporcionar recursos financieros para la expansión, al igual que las explotaciones normales de producción y venta proporcionan beneficios retenidos para el mismo fin.

Incluso bajo esta perspectiva de la alta dirección hacia la expansión contínua de la envergadura de la organización, el comercio de los activos financieros propios puede ser tanto o más lucrativo que el de las explotaciones convencionales de producción y venta y su contribución en términos cuantitativos puede representar un elevado porcentaje de los recursos permanentes que financian el crecimiento de la compañía.

Así, las acciones que pone en circulación la compañía representan entregas a fondo perdido a favor de las aspiraciones del consejo directivo, dado que no están sujetas a reintegro, - pues los accionistas recobran sus capitales en bolsa y no pueden exigir de hecho los mismos a los dirigentes. El ingreso o flujo positivo de los recursos viene aquí representado por el importe de la colocación de las nuevas acciones, mientras que no habría

ningún desembolso como contrapartida, excepción hecha de los costes de puesta en circulación de los títulos. En consecuencia, - los beneficios retenidos para la expansión recibirán la adición de los recursos captados con las nuevas acciones. En cuanto a las obligaciones ocurre algo por el estilo, si bien aquí los flujos positivos de efectivo dimanantes de las nuevas emisiones se verán contrarrestados por los flujos negativos inherentes a los -- reembolsos de títulos vencidos, pudiendo darse el caso de que el saldo neto fuera deficitario. No obstante, toda gran empresa procurará encadenar unas emisiones con otras, con el fín de evitar al menos que se produzca un saldo negativo de la cuenta de flujos de caja por activos financieros de renta fija. Ni que decir tiene que cuando este encadenamiento se alcanza plenamente, el exigible a largo plazo se comporta prácticamente como el no exigible.

Otro procedimiento alternativo de interpretar la aportación neta de la cuenta de activos financieros al proceso de expansión, consistiría en incluir como desembolsos los pagos realizados en los distintos períodos en concepto de dividendos e intereses, en vez de integrar estas partidas como desembolsos de las -- explotaciones ordinarias de producción y venta. Es obvio que la aportación total de recursos permanentes al proceso de crecimiento no sufriría modificaciones por utilizar cualquiera de los dos procedimientos señalados, sino tan sólo cambiarían los importes de los sumandos de beneficios retenidos y de la cuenta de activos financieros.

Dentro del comercio de activos financieros propios en relación con su papel de cara a la expansión, hay que hacer especial hincapié en los llamados empréstitos convertibles. Estos - constituyen, en teoría, una fórmula ideal para alimentar el proceso [redacted]mpresa, puesto que se puede disponer

de una fuente financiera más barata que las acciones durante una temporada (el dividendo suele superar el cupón de las obligaciones), después no tienen el inconveniente del reembolso de las -- obligaciones ordinarias y si además la conversión se basa en un coeficiente de evaluación elevado pueden incluso disminuir las remuneraciones efectivas a los capitales pertinentes con posterioridad a la conversión; de otra parte, la conversión eleva el coeficiente de garantía de la compañía, lo que facilita la emisión - de nuevos activos financieros a título de préstamo. Todas estas - ventajas a favor de los dirigentes empresariales pueden compati-- bilizarse con atractivos evidentes a favor de los tenedores de esta clase de títulos, de donde se desprende la importancia de esta fórmula de emisión de activos financieros bajo la óptica del consejo directivo.

De aquí que puede hablarse de un estado de pérdidas y - ganancias correspondiente a la alta dirección con una configura-- ción enteramente distinta del estado de pérdidas y ganancias convencional. Así, el primero debe recoger no sólo los ingresos y -- costes que generan las explotaciones normales de producción y venta, incluyendo como costes los conceptos tradicionalmente considerados como tales, más la participación en beneficios correspondientes a los entes ajenos a los accionistas y los dividendos acordados en favor de estos últimos, sino también los ingresos y egre-- sos producidos por el comercio "sui generis" de los activos financieros emitidos por la compañía, ya sean de renta fija, ya de renta variable. El saldo de pérdidas y ganancias gerencial mostraría, por consiguiente, el volumen de recursos financieros permanentes de que dispone el estamento directivo de la gran empresa para cumplimentar su aspiración expansiva. Por el mismo motivo, cabe planificar una tasa satisfactoria de crecimiento de los recursos per

manentes definiendo las políticas pertinentes a observar en cuanto a precios y márgenes de las explotaciones convencionales, política de dividendos, política de emisión de acciones y obligaciones, etc. La visión retrospectiva del plan trazado quedaría recogida en el estado de pérdidas y ganancias directivo.

2.3.- Las dotaciones a las amortizaciones.

De lo expuesto anteriormente parece desprenderse que el beneficio gerencial que propugnamos como desideratum del consejo directivo viene definido por el volumen de los recursos netos permanentes que desea o logra adicionar en cada ejercicio al objeto de acometer nuevas inversiones de expansión, cuya selección, dicho sea de paso, se hará de acuerdo con determinados criterios -- eminentemente financieros en cuyos pormenores no vamos a entrar - apenas en el presente trabajo . Como componentes de la ecuación de recursos permanentes netos hemos incluido hasta ahora únicamente los beneficios retenidos o autofinanciación neta y la captación neta de recursos externos merced a la emisión y reembolso de valores mobiliarios de renta fija o variable. Sin embargo, vamos a -- tratar algunos puntos complementarios con el fin de enriquecer esta visión superficial del problema que estamos exponiendo. En concreto, vamos a tratar de analizar un par de cuestiones básicas íntimamente ligadas entre sí. De un lado, vamos a indagar si existen otras fuentes de obtención de recursos permanentes que puedan ser utilizadas con los mismos fines expansivos, en cuyo caso, la ecuación que resume la meta global del consejo directivo debe dar cabida a otros componentes además de los señalados. De otro lado, conviene reflexionar acerca del empleo que se va a dar a los recursos incluídos en dicha ecuación, con el fín de cerciorarse si todos ellos deben destinarse forzosamente a inversiones de expan-

sión, pues de no ser así, la ecuación del beneficio gerencial no representaría en rigor la propensión directiva hacia el crecimiento satisfactorio de la compañía. En este sentido, el enjuiciamiento del papel desempeñado por las dotaciones a las amortizaciones y provisiones aportará ideas claves.

Un acercamiento superficial al problema de los activos fijos depreciables consistiría en pensar que las cantidades recuperadas periódicamente de dichos activos a través del ciclo normal de operaciones deben dedicarse a reponer o sustituir tales activos por otros similares al término de su vida útil estimada. Si así fuera, las dotaciones por amortización deberían quedar excluídas de la función del beneficio gerencial que hipotéticamente resume las posibilidades de crecimiento de la compañía.

Esta interpretación podría ser válida, como apunta Dobrovolsky, (38) siempre que los precios de los inputs y de los outputs permaneciesen constantes y no existieran cambios tecnológicos. Sin embargo, el mundo real en el que operan las compañías dista bastante de esta imagen, pues la innovación tecnológica y las fluctuaciones de los precios están a la orden del día, esto es, rara vez se renuevan los activos fijos depreciables por otros idénticos y asimismo los precios de adquisición de los activos substituyentes normalmente no coincidirán con los precios históricos de los activos substituidos.

Como consecuencia de este estado de cosas, es prácticamente imposible trazar una línea divisoria entre lo que son inversiones de renovación e inversiones de expansión. (39) A mayor abundamiento de causas, la empresa moderna no sólo realiza inversiones destinadas a substituir las inversiones agotadas recomponiendo su nivel de actuación e inversiones orientadas a aumentar

dicho nivel, sino que realiza también otros tipos de inversiones que persiguen distintos objetivos. Puede hablarse de las inversiones de modernización de innovación, cuya finalidad radica en mejorar la eficacia de la empresa a través de una combinación productiva nueva que permita reducir los costes, racionalizar los métodos de producción, mejorar la presentación de los productos, etc. e igualmente puede hablarse de inversiones estratégicas tendentes a facilitar las condiciones de desenvolvimiento de la compañía, favoreciendo indirectamente la supervivencia y expansión de la misma, pudiendo incluirse entre ellas las inversiones patrimoniales en otras empresas con el fín de lograr ventajas de cualquier especie (concentración horizontal, vertical, conglomerada). (40).

En resumen, dentro del presupuesto de capital de cualesquiera de las grandes compañías aparecen inextricablemente mezcladas inversiones de los distintos tipos señalados, por lo que no es posible aislar las inversiones de expansión en sentido estricto. (41) Pues bien, si no es posible apreciar cuáles son inversiones de expansión propiamente dichas, difícilmente se puede evaluar el volumen de recursos permanentes añadidos que representan una verdadera elevación de la envergadura de la compañía. Ello nos llevaría a poner en duda la posibilidad práctica de identificar la cuantía exacta de los recursos permanentes que resumen la aspiración global, permanente y última del consejo directivo de la gran empresa, por cuanto que puede ocurrir que parte de los beneficios retenidos o de los recursos netos captados en el negocio "sui generis" de los activos financieros de la propia compañía se destinen a inversiones no expansivas en sentido estricto y, a la inversa, también puede darse el caso de que parte de las cantidades recuperadas por vía de amortización de los activos fijos no tengan por qué destinarse a reponer inversiones agotadas.

Por este motivo, no queda más remedio que dejar subsumidas implícitamente las aspiraciones expansivas del consejo directivo en sentido restrigido dentro de la masa total de las inversiones brutas que conforman el presupuesto de capital de la compañía, que vendrían a ser la plasmación concreta en sentido amplio de la propensión hacia el crecimiento del estamento activo de la firma. Esto supone, en cierto modo, trascender el molde estrecho del crecimiento empresarial, dando paso a un concepto más amplio del mismo, en el que se incluyan no sólo las variaciones cuantitativas de las inversiones sino también los cambios cualitativos de éstas, lo que aconseja razonar en términos de inversiones brutas en vez de inversiones netas. En conclusión, no es inapropiado postular que el aumento de las inversiones brutas representa un indicador válido de la aspiración fundamental del comité directivo de la gran empresa y, por ello, dentro de la ecuación del beneficio gerencial que engloba los recursos financieros permanentes que van a marcar el tope cuantitativo del presupuesto de capital conviene incluir al lado de los beneficios retenidos y de los recursos procedentes de la explotación de los activos financieros, las cantidades recuperadas mediante la dotación a las amortizaciones.

Existen algunas razones más por las que las dotaciones contables por amortizaciones de los activos fijos deben formar parte de la ecuación del beneficio gerencial, exponente elocuente de las inclinaciones expansivas del directorio de la firma moderna.

Así, es difícil saber si las dotaciones a las amortizaciones constituyen una evaluación razonable de la depreciación física y económica experimentada por los activos fijos a lo largo

del período o si, por el contrario, enmascaran una porción del beneficio en sentido positivo o negativo, si son excesivas o insuficientes respectivamente. (42) Ante esta dificultad consustancial al orden de cosas que estamos comentando, sería absurdo y arbitrario incluir los beneficios retenidos y excluir las amortizaciones contables dentro del beneficio gerencial, cuando no existe una -- pauta incontrovertible para cuantificar la depreciación.

Este hecho puede obedecer, en verdad, a diversos motivos que pueden perfectamente aparecer entremezclados. De una parte, están las dificultades inherentes a la medicion y cuantificación monetaria de la depreciación física y sobre todo económica, experimentada por los activos fijos. Todo cálculo es provisional y relativo, apareciendo ligado a un conjunto de criterios mas o menos -- discutibles y teniendo en cuenta un medio incierto y altamente dinámico que puede dar al traste de súbito con los cálculos anteriormente reflejados respecto al desgaste de los bienes de capital. De cualquier forma, es evidente que si la dotación contable fuera insuficiente, los beneficios retenidos podrían ser mayores o,a la inversa,si fuera excesiva, pudiendo ocurrir sin embargo que el volumen de recursos financieros disponibles para seleccionar y conformar el presupuesto de inversiones brutas de la compañía fuera el - mismo. (43) De otra parte, los propios intereses del organo rector de la empresa pueden propender a mostrar, en ciertos casos, una -- imagen favorable de cara al exterior en cuanto a la cifra de resultados contables, en detrimento de las dotaciones por amortizaciones y, en otros, pueden tender a recortar el volumen de los beneficios enmascarándolos a través de una política estudiada de dotación a las amortizaciones. En otros casos, las propias disposiciones legales pueden fomentar la discrecionalidad en cuanto a la evaluación contable de la depreciación; en este sentido, los procedi-

mientos de amortización acelerada representan un atractivo indudable por la reducción de la carga fiscal que arrastran, aparte de otras ventajas de índole financiera para el estamento directivo.- (44) Todas estas razones respaldan sobradamente la incorporación de las dotaciones contables por amortización dentro del concepto de beneficio gerencial, por lo que el estado de pérdidas y ganancias directivo debe estar integrado, como mínimo, por la autofinanciación bruta (45) (beneficios retenidos y dotación a las amortizaciones), más los recursos procedentes del comercio de los activos financieros.

Por otro lado, cuando se contempla la empresa bajo la hipótesis plausible de continuidad expansiva no hay duda de que pueden existir períodos en los que las cantidades recuperadas en concepto de amortización pueden superar el importe global de las inversiones de renovación, que quizás puedan aplicarse a inversiones de ampliación, racionalización o patrimoniales. Por contra, también puede haber períodos en los que coincida una sustitución muy fuerte de inversiones que exceda el volumen de recursos recuperados en dichos períodos por el concepto de amortización, con lo que la renovación absorberá recursos destinados aparentemente a financiar actividades típicamente expansivas. En suma, puede pensarse en la existencia de un ciclo irregular de reposiciones en los que existan superávits o déficits entre amortizaciones y sustitución de inversiones agotadas. (46)

Sin embargo, si se establece la hipótesis de un crecimiento regular y constante para la empresa, situando al menos ésta dentro de un marco estacionario, esto es, dentro de una economía que no conoce alteraciones en el nivel de precios y carente de

innovaciones tecnológicas, puede demostrarse claramente que las dotaciones anuales por amortización superarán siempre el montante de las inversiones de reposición correspondientes a los distintos períodos. Ante este estado de cosas, no hay duda que los excesos anuales podrían destinarse perfectamente a redoblar el ritmo expansivo de la compañía, sin menoscabar para nada el proceso de sustitución de las inversiones agotadas. (47) Indudablemente, un consejo directivo proclive a ensanchar la dimensión de la firma preferiría seguir esta política operativa en vez de utilizar los excedentes dimanantes del binomio amortización-renovación para financiar otras inversiones apenas vinculadas con el tamaño de la compañía. Dado que parte de los recursos liberados por vía de amortización se mantienen permanentemente en la empresa es lógico que se empleen en inversiones de naturaleza expansiva en sentido amplio. (48)

Supongamos que el presupuesto de inversiones brutas de una compañía creciese a la tasa acumulativa g. Denominando I_t el montante de las inversiones brutas a realizar en el año t, el presupuesto de capital de 'a' años antes ascendería a: (49)

$$I_{t-a} = I_t(1+g)^{-a}$$

Suponiendo que los activos depreciables tienen una duración o vida útil media de 'a' años, las inversiones de reposición R_t correspondientes al período t equivaldrían a I_{t-a}. Por otro lado, las cantidades recuperadas por vía de amortización D_t correspondientes al período t, suponiendo un régimen de amortización lineal constante, equivaldrian a:

$$D_t = \frac{I_{t-1} + I_{t-2} + \ldots + I_{t-a}}{a} = \frac{I_t(1+g)^{-1} + I_t(1+g)^{-2} + \ldots + I\,(1+g)^{-a}}{a} =$$

$$= \frac{I_t}{a} \sum_{n=1}^{a} (1+g)^{-n} = \frac{I_t \left[1 - (1+g)^{-a} \right]}{ag} = \frac{I_{t-a}}{ag} \left[(1+g)^a - 1 \right]$$

La diferencia entre los recursos financieros recuperados a través de la amortización efectuada en el período t y el montante de los recursos exigidos por las inversiones de reposición a practicar - al concluir el mismo asciende a:

$$E_t = D_t - R_t = I_{t-a} \left[\frac{(1+g)^a - (1+ag)}{ag} \right]$$

expresión que será positiva o nula, según que la tasa de expan-- sión sea positiva o nula respectivamente. Esto vendría a demos-- trar que en los supuestos previstos siempre existirían recursos - sobrantes procedentes de la dotación a amortizaciones practicada en cada período por encima de los recursos exigidos para substi-- tuir las inversiones que han consumido su ciclo vital. Por consi- guiente, estos excedentes pueden emplearse en el proceso de expan sión de la compañía, lo que constituiría un motivo más respecto a la incorporación de las amortizaciones dentro del estado de pérdi das y ganancias del consejo directivo.

Razonando en términos de inversiones unitarias, esto es, haciendo $I_{t-a} = 1$ tendremos las siguientes expresiones.

Inversión bruta	$I_t = (1+g)^a$
Inversión renovación	$R_t = 1$
Inversión expansión	$X_t = I_t - R_t = (1+g)^a - 1$
Dotación a las amortizaciones	$D = \frac{(1+g)^a - 1}{ag}$

$$\frac{D_t}{R_t} = \frac{(1+g)^a - 1}{ag} > 1$$

= ——————iente, la diferencia de las inversio-

nes de expansión a cubrir con beneficios retenidos y/o con fondos ajenos procedentes de la explotación de los activos financieros K_t - de la compañía ascendería a: (50)

$$K_t = \dot{X}_t - (D_t - R_t) = \left[(1+g)^a - 1\right] - \left[\frac{(1+g)^a - (1+ag)}{ag}\right] =$$

$$= \frac{(1+g)^a \left[ag-1\right] + 1}{ag}$$

A partir de aquí pueden determinarse las tasas unitarias de cobertura de los excedentes de amortización y de los recursos obtenidos a través de beneficios retenidos más el saldo neto de activos financieros respectivamente con respecto a las inversiones de expansión:

Cobertura de los excedentes de amortización $t_m = \frac{(1+g)^a - (1+ag)}{ag\left[(1+g)^a - 1\right]}$

Cobertura de los beneficios retenidos más saldo neto de activos financieros $t_f = \frac{(1+g)^a \left[ag-1\right] + 1}{ag\left[(1+g)^a - 1\right]}$

Sin embargo, teniendo en cuenta que es harto difícil deslindar - las inversiones estrictamente de reposición y las de expansión pura, entonces es más interesante calcular los coeficientes de cobertura de las dotaciones a amortización y de los beneficios retenidos más el saldo neto de activos financieros, respecto de las inversiones brutas:

$$\alpha_m = \frac{D_t}{I_t} = \frac{(1+g)^a - 1}{ag(1+g)^a}$$

$$\alpha_f = \frac{K_t}{I_t} = \frac{(1+g)^a \left[ag-1\right] + 1}{ag(1+g)^a}$$

Se puede demostrar que la cobertura de los recursos financieros - obtenidos a través de la amortización decrece a medida que se eleva la tasa de crecimiento de las inversiones brutas o cuanto mayor sea la vida útil media de los activos depreciables. (51) De todos los modos, también es de notar que la aplicación de los recursos disponibles para reponer inversiones agotadas disminuye porcentualmente a medida que la tasa de expansión de las inversiones brutas o la vida media de los activos es mayor, lo que evidenciaría una mayor preponderancia de las inversiones de expansión - respecto a las inversiones de reposición.

En realidad, se desencadena un proceso multiplicador -- del crecimiento merced a la reinversión inmediata de las cantidades recuperadas por vía de amortización, ya que las nuevas inversiones efectuadas con las amortizaciones excedentarias generan -- nuevas dotaciones de la misma especie lo que permitirá acelerar - el ritmo de expansión de la compañía. Formalmente, el multiplicador de las amortizaciones podría definirse como la relación entre las inversiones de expansión realmente acometidas y las teóricamente posibles de no haberse producido la reinversión inmediata de todas las cuotas liberadas a través de la amortización: (52)

$$k = \frac{I_t - R_t}{I_t - D_t} \leq \frac{X_t}{I_t - D_t} = \frac{\left[(1+g)^a - 1\right] ag}{(1+g)^a \left[ag-1\right] + 1} > 1$$

el exceso sobre la unidad representa la tasa unitaria de aumento en la capacidad productiva dimanante de la reinversión contínua e inmediata de las cuotas recuperadas por vía de amortización.

Naturalmente, la incidencia de este efecto varía también según el procedimiento utilizado para calcular la dotación de las

amortizaciones. Así, si en vez de seguir el método de amortización lineal constante se emplea alguna fórmula de amortización regresiva o acelerada, evidentemente los excedentes entre amortizaciones y reposiciones de los distintos períodos se ensancharían aún más, posibilitando un ritmo de reinversión expansiva más vivaz, mientras que la aplicación de procedimientos progresivos de amortización reduce la diferencia entre amortizaciones y reposiciones.

De todos modos, hay que hacer notar que el procedimiento contable empleado para el cálculo de las amortizaciones lo único que hace es alterar la cifra del beneficio contable declarado, mientras que el montante de la autofinanciación bruta, que es lo que verdaderamente cuenta respecto del proceso de expansión, puede quedar prácticamente inalterado cualesquiera que fuese el método de amortización aplicado. En otras palabras, una dotación superior por amortizaciones, lo que puede ser el ejemplo de un método de amortización acelerada aplicado por una compañía con crecimiento acumulativo constante, lo único que hace es retener mayores recursos por este concepto, mientras que la cifra de recursos procedentes de beneficios retenidos descendería paralelamente en la misma cuantía que ascienden las amortizaciones, siempre que los beneficios distribuidos (partícipes ajenos a los capitalistas-propietarios y dividendos) importasen igual cantidad que si se hubiera utilizado otro procedimiento de amortización (lineal, progresivo, de distinta regresividad), con lo que el cash-flow bruto de que dispondría la empresa para la expansión sería independiente del criterio seguido para evaluar la depreciación sufrida por los activos fijos depreciables. Esto es, el volumen de recursos autogenerados para la expansión no dependería del método de cálculo de las amortizaciones; sin embargo, el método utilizado hace que

la magnitud de los dos componentes que definen la autofinanciación bruta aparezca redistribuida de una forma u otra.

No obstante, la plena coincidencia entre los cash-flows brutos resultantes para cada uno de los procedimientos contables de amortización es discutible, ya que la carga fiscal sobre beneficios o la cuota de cualesquier otro partícipe puede venir condicionada por la cifra del beneficio contable y ésta depende del procedimiento de amortización que se aplique en concreto. Así, la utilización de modo consistente y continuado de procedimientos de amortización acelerada conduce a una reducción sistemática de los beneficios contables periódicos de la compañía en constante expansión en comparación con el empleo de criterios lineales o progresivos, con lo que si la participación en beneficios de ciertos entes o estamentos se establece en un determinado porcentaje sobre la cifra de beneficios contables no hay duda de que los beneficios retenidos descienden en menor cuantía que la retención adicional de recursos lograda a través de la amortización acelerada. En ese caso, es evidente que el cash-flow bruto que procuraría el procedimiento de amortización acelerada sería superior al que generaría el método de amortización lineal constante o el progresivo.

El caso más obvio es el relativo a la carga fiscal sobre beneficios. Así, por ejemplo:

a) Cash-flow bruto utilizando el método de amortización lineal constante

Beneficios retenidos	$B_r = \left[I - (C+D) \right] (1-t) - K$
Amortizaciones	D
Cash-flow bruto	$C_F = B_r + D = \left[I-(C+D) \right] (1-t) - K + D$

Siendo: I = ingresos del período; C = costes del período ex--

cluidas las amortizaciones; t = tasa del impuesto sobre beneficios; K = cuantía de las participaciones en beneficios en concepto de dividendos y participaciones de los demás entes

b) Cash-flow bruto utilizando el método de amortización acelerada

Beneficios retenidos $B_r' = \left[I - (C+D+\Delta D) \right] (1-t)-K$

Amortizaciones $D + \Delta D$

Cash-flow bruto $C_F' = B_r' + D+\Delta D = \left[I-(C+D+\Delta D) \right](1-t)-K+D+\Delta D$

suponiendo que la cuantía de las participaciones en beneficios en concepto de dividendos y participaciones de los demás entes no varía y siendo ΔD el exceso de las dotaciones a las amortizaciones correspondientes al método de amortización acelerada aplicado.

Restando los cash-flow brutos respectivos, llegaremos a ver el aumento de autofinanciación bruta que supone el empleo de la amortización acelerada en concepto de ahorro fiscal. Así:

$$C_F' - C_F = \Delta D - \Delta D\,(1-t) = t\,\Delta D$$

Se ve, pues, que la utilización de procedimientos de amortización acelerada pueden potenciar el proceso expansivo de la compañía en progresión constante. No obstante, hay que tener presente que para que este hecho se mantenga es preceptivo que la compañía crezca ininterrumpidamente y que la práctica de las amortizaciones aceleradas se aplique con generalidad y de modo consistente, toda vez que la amortización acelerada no lleva más que a la recuperación del coste original de los activos depreciables, con lo que la menor carga fiscal que se produce en los primeros períodos ha de compensarse necesaria y exactamente con la

mayor carga fiscal de los últimos períodos, es decir, lo único - que se produce es una redistribudición en el tiempo de la carga - fiscal. Sin embargo, no hay duda de que si la empresa realiza inversiones crecientes con carácter sostenido y si aplica criterios de amortización acelerada de modo permanente, el ahorro fiscal derivado de este hecho se encadena sin solución de continuidad.(53)

Evidentemente, el panorama dibujado anteriormente en el que se ha podido comprobar que la compañía que experimenta un crecimiento contínuo puede recuperar a través de la dotación a las amortizaciones recursos superiores a los requeridos por la renovación de las inversiones agotadas, con lo que el proceso expansivo se acreciente merced a los sobrantes derivados de este fenómeno, resulta demasiado simplificado y, desde luego, alejado del marco real evolutivo de la economía de los países avanzados. En este - sentido, hay que observar la incidencia de la elevación de los - precios y la innovación tecnológica dentro del proceso de renovación de las inversiones, ya que estos hechos pueden cambiar diametralmente las conclusiones establecidas respecto al exceso de las amortizaciones sobre los recursos necesarios para la sustitución de inversiones caducadas.

Tomaremos como punto de partida los supuestos básicos formulados anteriormente para el contexto estacionario, esto es, crecimiento acumulativo de las inversiones brutas, vida útil media de "a" años y amortización lineal constante, suponiendo además que los precios de las inversiones crecen a la tasa acumulativa p. Hay que hablar, por tanto, de dos tasas distintas de expansión de las inversiones brutas. De una parte, la tasa de expansión monetaria de las inversiones brutas g' y, de otra, la tasa de expansión física de las mismas g que, lógicamente, será inferior a la primera, debido al alza persistente de los precios. En

otras palabras, por cada unidad monetaria de incremento de las inversiones brutas, el incremento de las mismas en términos físicos es menor. La equivalencia entre ambas tasas es la siguiente:

$$(1+g') = (1+g)\ (1+p)$$

Presupuesto de capital correspondiente al período t:

$$I'_{t-a} = I'_t\ (1+g')^{-a}$$

Dotación a las amortizaciones correspondiente al período t:

$$D'_t = \frac{I'_{t-1} + I'_{t-2} + \ldots + I'_{t-a}}{a} = I'_t\left[\frac{1-(1+g')^{-a}}{ag'}\right] =$$

$$= \frac{I'_{t-a}}{ag'}\left[(1+g')^a - 1\right]$$

Inversiones de renovación correspondiente al período t:

$$R'_t = I'_t\ (1+g')^{-a}\ (1+p)^a = I'_{t-a}\ (1+p)^a$$

La diferencia entre los recursos financieros recuperados a través de la amortización y el montante de recursos exigidos por las inversiones de reposición ascendería a:

$$E'_t = D'_t - R'_t = \frac{I'_{t-a}}{ag'}\left[(1+g')^a - 1\right] - I'_{t-a}\ (1+p)^a =$$

$$= I'_{t-a}\left[\frac{(1+g')^a - 1}{ag'} - (1+p)^a\right] = I'_{t-a}\left[\frac{(1+g')^a - \left[1+ag'(1+p)^a\right]}{ag'}\right]$$

expresión que puede ser positiva, negativa o nula aunque la tasa de expansión monetaria de las inversiones brutas fuera positiva. Conviene, por ello, despejar la tasa acumulativa de elevación de

precios de las inversiones que conduce a cada uno de los tres resultados enunciados:

$$(1+g')^a \gtrless \left[1 + ag'(1+p)^a\right]$$

$$\sqrt[a]{\frac{(1+g')^a - 1}{ag'}} - 1 \gtrless p$$

Así, si la tasa real de elevación de precios coincide con el resultado de la expresión $\left[(1+g')^a - 1/ag'\right]^{\frac{1}{a}}-1$, las cantidades liberadas por vía de amortización suman lo mismo que el volumen de recursos exigidos para reponer las inversiones agotadas, con lo que las inversiones de expansión en sentido estricto se nutrirían exclusivamente en base a los recursos procedentes de beneficios retenidos y de los que proceden de la explotación de los activos financieros; ésta es la tasa de inflación crítica, en la terminología de A. Cotta. (54) Si la tasa de inflación cumulativa experimentada por los activos a substituir fuese inferior al resultado de la mencionada expresión existirían recursos excedentes por encima de las necesidades de renovación con lo que el efecto multiplicador de las amortizaciones seguiría actuando, aunque de forma atenuada. Por último, si la tasa real de inflación es superior a la tasa crítica, las cantidades recuperadas mediante la amortización no cubrirían la reposición de las inversiones fijas que desaparecen, con lo cual habría que absorber recursos procedentes de los beneficios retenidos y/o de los derivados del comercio de los activos financieros de la firma; un supuesto de esta naturaleza, bastante probable por lo demás en el contexto actual en el que se mueven las economías mas avanzadas, significaría que la tasa de expansión real o física de la compañía sería incluso inferior a la que parece desprenderse de la tasa de au--

mento experimentada por los recursos permanentes netos (beneficios retenidos y recursos externos netos captados).(55)

El problema se complica aún más si se tiene en cuenta el fenómeno de la innovación tecnológica, puesto que la sustitución de la mayor parte de los activos fijos depreciables se plantea no respecto a un bien de características idénticas a las del bien agotado, sino respecto a otro de superiores condiciones tecnológicas. Con ello, no puede discernirse con claridad qué parte del precio del bien substituyente se debe a las mejoras técnicas y qué parte es el resultado de la inflación, ni tampoco qué parte del nuevo bien puede considerarse como expansión innovadora, ni qué parte puede ser considerada como mera substitución. En definitiva, la comparación entre amortizaciones y reposiciones es casi imposible de poder establecerse con entera propiedad.

Dé igual manera, había que tener en cuenta que aunque de ordinario las dotaciones a amortización se calculan sobre el coste original de adquisición de las inversiones, la práctica legal de la regularización de balances permite evaluar las amortizaciones sobre bases mayores o más próximas a los costes de reproducción de los elementos depreciables, con lo que el problema potencial de que las amortizaciones no cubran el presupuesto de reposiciones aparecería conjurado o atenuado en la práctica.

En suma, opinamos que dentro de la ecuación del beneficio gerencial que determinaría el volumen de recursos permanentes totales con que cuenta o va a contar el consejo directivo para satisfacer sus aspiraciones expansivas en sentido amplio, la integración de las dotaciones por amortizaciones al lado de los beneficios retenidos y de los recursos netos captados a través de la explotación de los activos financieros de la compañía adquie-

2.4.- Las dotaciones a las provisiones y el saneamiento de pasivos ficticios.

Una reflexión similar a la realizada para las dotaciones a las amortizaciones pudiera realizarse en relación con las dotaciones a las provisiones y las dotaciones en concepto de saneamiento de activos ficticios o cargas diferidas. No vamos a extendernos en una interpretación minuciosa de la motivación y significado de las provisiones establecidas, sino que simplemente diremos que se constituyen con objeto de estar al cubierto de posibles riesgos de pérdidas o minusvalías de elementos de activos o de la aparición de posibles deudas u obligaciones de naturaleza contingente u aleatoria. En lo que concierne al saneamiento de las cargas diferidas, supone la imputación parcial de pérdidas o cargas anteriores con cargo al resultado contable de los sucesivos períodos. En términos financieros, la dotación a las provisiones y el saneamiento de las cargas diferidas suponen la retención de recursos financieros por parte de la compañía, siempre y cuando que no superen la cuantía del excedente resultante entre los ingresos contables y todos los demás costes contables imputados, incluídas las participaciones en beneficios satisfechas a los diversos estamentos y las dotaciones a las amortizaciones, pues si el excedente fuera negativo no existiría retención de recursos por estos conceptos y si fuera positivo pero inferior a estas dotaciones la retención se limitaría a la magnitud de dicho excedente.

Ahora bien, suponiendo que la retención de recursos financieros por estos conceptos fuera una realidad, es evidente que la compañía reinvertirá los mismos. La incorporación del saneamiento de activo practicado dentro del estado de pérdidas y

ganancias gerencial está fuera de toda duda, pues los recursos - retenidos no están vinculados al ciclo normal de explotaciones; en cuanto a la dotación a las provisiones pudieran suscitarse dudas acerca de si su incorporación está justificada o no, ya que al menos una parte de las mismas, tales como la provisión por -- clientes dudosos, por depreciación de existencias, etc., se encontrará afecta a eventualidades inherentes al ciclo normal de operaciones. Sin embargo, dado que otra parte de las provisiones puede ir unida a los elementos activos o pasivos de naturaleza - permanente y que además los riesgos previstos no tienen por qué cumplirse inexorablemente, ni tienen por qué hacerlo simultáneamente, estimamos que cabe incluir la dotación a las provisiones dentro del estado de perdidas y ganancias gerencial que va a definir el presupuesto de capital de la compañía.

En consecuencia, despues de tener en cuenta el carácter de las dotaciones a las amortizaciones, provisiones y saneamiento de activo, el estado de pérdidas y ganancias gerencial -- que propugnamos como reflejo de las aspiraciones directivas de - la gran empresa, vendría definido en cuanto a las explotaciones convencionales por la diferencia entre los ingresos contables -- computados y los costes inherentes a dichos ingresos realmente ~~re~~ reconocidos o satisfechos dentro del propio período, incluidas - las remuneraciones en los beneficios correspondientes a todos -- los estamentos (capitalistas-propietarios y todos los demás) y - en cuanto a la explotación de los activos financieros por la diferencia entre los recursos obtenidos mediante la emisión de estos y los recursos empleados para reembolsar los que se encuentran en circulación. Autofinanciación o recursos internos autogenerados en sentido amplio y recursos permanentes netos de origen

exterho serían, pues, los componentes básicos detectados hasta ahora de la ecuación del beneficio gerencial que servirá para - realizar nuevas inversiones dentro del esquema continuidad-expansión que constituye la motivación global, permanente y última -- del consejo directivo que gobierna las grandes compañías modernas.

2.5.- Las desinversiones de activos fijos.

En este mismo orden de ideas, debe aludirse igualmente a las desinversiones habidas de elementos pertenecientes a activos fijos depreciables, ya que las cantidades obtenidas a través de este conducto pueden utilizarse para llevar a cabo nuevas inversiones. En general, las enajenaciones de bienes adscritos a la estructura fija de la compañía se referirán a aquéllos que - están al borde de su agotamiento físico o bien que se encuentran afectados por el fenómeno de la obsolescencia o envejecimiento - económico, aunque excepcionalmente pueden referirse a ventas en bloque de partes de la empresa, representadas tanto por los activos físicos correspondientes, pomo por paquetes de acciones de control de firmas afiliadas, pues para el caso es lo mismo.

Es evidente que la venta de activos fijos usados equivale a la amortización de golpe de la parte pendiente de recuperación de estos bienes, proporcionando un cash-flow adicional, - semejante al que produce el mecanismo normal de la dotación a -- las amortizaciones. Por este motivo, el capítulo de desinversiones de activos fijos debe entrar también a formar parte del beneficio gerencial, homologándose a las dotaciones a las amortizaciones, o sea, integrando el concepto de autofinanciación bruta. No hay que olvidar que si el cash-flow o autofinanciación bruta

se calcula integrando los beneficios retenidos y dotaciones a - amortizaciones, provisiones y saneamiento de activo, la cuantía que debe tomarse respecto del componente desinversiones no será el líquido convenido de las enajenaciones de tales activos, sino el valor contable neto de los mismos (valor contable del activo-depreciación acumulada), toda vez que la diferencia entre el líquido convenido y su valor contable habrá constituido una ganancia o pérdida extraordinaria que aparecerá implícitamente computada dentro del componente de beneficios retenidos, con lo que de no proceder así se duplicaría esta diferencia. De cualquier - forma, hay que hacer constar que el importe global de las des-- inversiones no representará, por lo general, un porcentaje significativo dentro del montante de los recursos netos permanentes - adicionales disponibles para realizar el proceso de renovación-expansión en el seno de la gran empresa.

2.6.- Adaptación de las inversiones a los recursos financieros disponibles.

Resumiendo lo que llevamos dicho hasta ahora, hay que - distinguir dos conceptos de beneficio gerencial. Un concepto restringido, integrado por el volumen de recursos financieros permanentes, de origen interno y externo, con que el consejo directivo de la firma puede contar para acometer nuevas inversiones eminentemente expansivas; sus componentes serían la autofinancia--- ción neta o beneficios retenidos, más el saldo del negocio de -- los activos financieros de la propia compañía (acciones, obligaciones, etc.) No obstante, dado que el cálculo del beneficio contable es relativo, que la identificación de las inversiones de - expansión es prácticamente imposible, que las cantidades recuperadas por vía de amortización pueden diferir de las hipotéticas ne[redacted]osición de inversiones agotadas, etc. re-

sulta más apropiado manejar un concepto lato de beneficio gerencial, en el que aparecerán integrados la totalidad de los recursos financieros netos permanentes disponibles para acometer nuevas inversiones vinculadas al proceso de renovación-expansión en su más amplio sentido, que englobaría además de los componentes señalados para el concepto restringido, las dotaciones a las amortizaciones y el valor contable de las desinversiones de activos fijos, las dotaciones a las provisiones y el saneamiento de activo.

Así, por ejemplo, el beneficio gerencial ex-ante o ex-post de la gran empresa para cualquier período podría representarse de la siguiente manera:

$$G_t = C_t + F_t$$

siendo C_t = cash-flow bruto de las inversiones antiguas = Beneficios retenidos (A_t) + Dotación a las amortizaciones, - valor contable de las desinversiones de activos fijos, dotación a las provisiones y saneamiento de activo (D_t)

F_t = financiación neta procedente de la explotación de los activos financieros - emisión y reembolso de acciones (K_t) + emisión y reembolso de deuda a largo plazo (E_t).

El beneficio gerencial representa el montante H_t que se espera invertir (ex-ante) o invertido (ex-post), el cual aparecerá distribuido entre las inversiones permanentes I_t y el fondo de maniobra M_t, debiendo suponerse que la relación entre activos y pasivos vinculados se adaptará a la nueva dimensión de los activos fijos productivos en proporciones similares a las que venían conservando, acoplando los canales crediticios activos y pasivos, -- etc. a la nueva capacidad.

Si el beneficio gerencial planeado por la compañía para un determinado período supera el importe de las inversiones normales previstas, esto es, si $G_t > H_t$, entonces es preciso buscar inversión rentable para los recursos sobrantes, puesto que la alternativa contraria de recortar la afluencia de recursos financieros, restringiendo la dinámica espontánea de este proceso, puede ser mucho más problemática y contraproducente para el consejo directivo de la gran compañía. La colocación de los recursos sobrantes puede hacerse al margen incluso de las inversiones naturales o afines de todo tipo; la expansión externa y la diversificación de actividades pueden constituir válvulas de escape apropiadas para el empleo de los recursos financieros que afluyen de forma cuasi automática a las grandes compañía y que no es extraño que rebasen los recursos requeridos por las inversiones naturales aconsejables dentro del campo de las actividades tradicionalmente explotadas por éstas. (56)

Si, por el contrario, el beneficio gerencial no cubre siquiera el programa de inversiones naturales $G_t < H_t$, no queda más remedio que recortar éstas aplazando su realización, aunque también se puede intentar modificar las restricciones que afectan la composición del beneficio gerencial, particularmente en lo que se refiere al componente de los activos financieros de la propia firma.

Respecto a esta última solución, hay que consignar que entre los recursos internos y externos pueden existir relaciones de complementaridad o de sustitución, según distintos casos y circunstancias. (57) Así, pueden intercambiarse en ciertos casos y hasta cierto punto los recursos de procedencia interna y externa, sacrificando en parte y de modo accidental los de una procedencia

si con ello se espera inducir una mayor contribucion de la otra. Por ejemplo. se puede reducir la autofinanciacion, pagando más dividendos y minorando, por ello, la cifra de beneficios retenidos, o bien declarando mayores beneficios contables a costa de menores dotaciones a las amortizaciones, provisiones y saneamientos activos, y pagando más dividendos; este modo de actuar puede hacerse con intención de impresionar a los inversores bursátiles, provocando un estado de euforia u optimismo en ellos que haga posible una emisión más sustanciosa de acciones, capaz de reportar recursos adicionales por encima de la autofinanciación sacrificada con este fín. En otras ocasiones, las relaciones que ligan los recursos de una y otra procedencia son complementarias. Por ejemplo, si los inversores bursátiles se sienten particularmente estimulados por las ampliaciones preferentes a la par, los dirigentes de la compañía pueden sacar provecho de la correlación positiva existente entre aumento de capital y aumento de la autofinanciación (reducción de dividendos) para incrementar el volumen de recursos totales disponibles. Como puede comprenderse, los ejemplos enunciados no agotan ni mucho menos la gama de casos que pueden darse en la practica; lo que importa destacar es la existencia de factores diversos en torno a las restricciones que afectan la composición del beneficio retencional y que ante la forma que tomen -- los mismos ante cada situación concreta es posible alterar quizás una elección inicial del tipo $G_t < H_t$ optando por una politica alternativa en cuanto a la autofinanciación y la emision de activos financieros

Los planteamientos que se han expuesto en los ultimos párrafos parecen contrariar la opinión convencionalmente aceptada de que la política de inversiones de la empresa es un parámetro o

dato que determina la búsqueda de los recursos financieros pertinentes, en cuanto a la cuantía y composición, para acometer dicho programa. (58) Por nuestra parte, sostenemos más bien la opinión contraria al referirnos a la unidad productiva de grandes proporciones, es decir, que la política de inversiones se acomoda a la magnitud de los recursos financieros permanentes que la firma puede o considera oportuno adicionar en los diferentes períodos.

2.7.- La autofinanciación como pieza clave.

La posición de poder que ocupa la gran empresa normalmente dentro del mercado de productos le permite asegurarse una cifra cuantiosa de autofinanciación bruta a la que habrá que buscar inversión rentable. Asimismo, la envidiable situación de que suele disfrutar dentro del mercado de capitales le permite e incluso a veces le exige captar recursos financieros abundantes mediante el comercio de sus activos financieros a los que igualmente será menester encontrar colocación rentable. La autofinanciación puede ser el punto de arranque, magnitud que, por otra parte, es planificable en términos aproximados, dado el papel de "price-maker" que detenta la gran empresa; ésta puede arrastrar la emisión de acciones, con el fin de mantener un equilibrio aceptable con respecto a la autofinanciación y porque los propios inversores bursátiles exigen esta conducta para mantener la buena imagen de la forma, máxime si existe el derecho de suscripción preferente; (59) por igual motivo, la emisión de deuda viene impulsada por el mismo factor, con el fin de "apalancar" la rentabilidad de los recursos propios y de ayudar a la cotización de las acciones. (60)

Puede hablarse, por ello de un multiplicador de la autofinanciación de la empresa, puesto que ante una acumulación autó-

noma de los recursos financieros de origen interno se produce una captación adicional paralela de recursos externos con el fin de - recomponer la estructura financiera conveniente o deseada por el consejo directivo, lo que en definitiva se traduce en un beneficio gerencial total que es un múltiplo del cash-flow interno generado. Suponiendo que la compañía elige, no importa por qué razones, una determinada estructura financiera en cuanto a la composición del beneficio gerencial, ante la acumulación de una unidad - monetaria de autofinanciación le produciría una acumulación total de recursos permanentes de: (61)

Estructura financiera deseada del beneficio gerencial

$$\Delta R = \Delta A + \Delta K + \Delta E$$

siendo:

ΔR = recursos permanentes totales añadidos

ΔA = autofinanciación bruta añadida

ΔK = captación neta de recursos mediante acciones

ΔE = captación neta de deuda a largo plazo

dividiendo por ΔR resulta la estructura financiera unitaria buscada para el beneficio gerencial.

$$1 = \frac{\Delta A}{\Delta R} + \frac{\Delta K}{\Delta R} + \frac{\Delta E}{\Delta R}$$

en la que las expresiones $\frac{\Delta K}{\Delta R}$ e $\frac{\Delta E}{\Delta R}$ indican las propensiones al aumento del capital en acciones y al aumento de la deuda a largo plazo respectivamente, mientras que el inverso de $\frac{\Delta A}{\Delta R}$ reflejaría el multiplicador de la autofinanciación bruta. (62) Suponiendo que -

es ésta magnitud la que experimenta un crecimiento autonomo, el crecimiento total de los recursos o multiplicador de la autofinanciación bruta resulta de despejar $\frac{\Delta A}{\Delta R}$, invirtiendo este coeficiente:

$$\frac{\Delta R}{\Delta A} = \frac{1}{1 - \frac{\Delta K}{\Delta R} - \frac{\Delta E}{\Delta R}}$$

y simbolizando abreviadamente por m, k y e el multiplicador y las propensiones respectivas de capital y deuda a largo plazo se llega a esta expresión resumida:

$$m = \frac{1}{1 - k - e}$$

Puede constatarse, por consiguiente, que la autofinanciacion acrece el volumen del beneficio gerencial, tanto más cuanto mayores sean las propensiones al aumento del capital y al aumento de la deuda a largo plazo. Ahora bien, estas propensiones no pueden elegirse arbitrariamente, por cuanto que, por ejemplo, existe un límite al endeudamiento que viene determinado, entre otros factores, por la garantía exigida por los prestamistas o proporción entre recursos propios y ajenos y por la aversión al riesgo financiero sentida por los dirigentes y asimismo la emisión de acciones viene condicionada por la necesidad de mantener un valor teórico mínimo para las acciones, por la conveniencia de no diluir excesivamente la cotización de las mismas a través de una emisión abultada de títulos, etc. De cualquier forma, es evidente que independientemente de cómo se configura la estructura financiera conveniente o deseada por los dirigentes de la gran empresa, la acumulación creciente de recursos financieros permanentes impulsada por la autofinanciación se produce de modo casi mecánico.

Concluímos, pues, que para la gran empresa es la inversión en términos cuantitativos la que tiene que acomodarse al beneficio gerencial disponible y no al revés. Esto es una prueba -- del comportamiento financiero del consejo directivo respecto a su motivación capital de supervivencia-expansión. La cuestión normalmente a solventar por la gran empresa es encontrar inversión rentable a la masa de recursos financieros permanentes que toma periódicamente, supuestas unas ciertas restricciones. Así, mientras queden lugares donde invertir, los recursos financieros de las -- grandes empresas acudirán a buscar inversion y no hay motivo para pensar que no quedan actividades tradicionales o nuevas que explotar y empresas en funcionamiento que absorber. Una alta dirección ambiciosa no debe temer que el crecimiento de los recursos financieros se anteponga en el tiempo al crecimiento económico y al -- crecimiento efectivo de las actividades, pues existen varios resortes para invertir pasajeramente los excedentes temporales que resulten; lo que importa de veras es aprovechar las coyunturas favorables y succionar el caudal más conveniente de recursos financieros que el mercado esté dispuesto a entregar.

Dicho en otros términos, dado que la gran empresa goza de una posición privilegiada para aspirar a tasas de expansión - elevadas, podrá decirse con razón lo que señala la Sra. Penrose de que "resulta indudable que el ritmo y la dirección de una empresa dependen de la medida en que esté dispuesta para actuar en las oportunidades favorables de inversión que se le presenten".(63) Las diferencias en cuanto al ritmo de expansion de unas grandes - empresas y otras del mismo entorno económico dependeran, sobre todo, ceteris paribus. del espíritu emprendedor de su estamento dirigente y, en menor medida, en coyunturas análogas, del manejo de - la política humanitaria de la rentabilidad de sus explotaciones y - de los [redacted]tro de la coalición. No obstante, el -

ritmo de expansión potencial de todas las grandes empresas aparecerá, en general, refrenado debido a distintas restricciones (falta de dirección preparada, independencia financiera mínima buscada por los dirigentes, dispersión de los riesgos, etc.), esto es, en toda gran empresa es de esperar una tasa de expansión efectiva inferior a la tasa potencial inherente a su situación de poder en los distintos mercados de productos y de capitales.

2.8.- Los contratos de leasing y el beneficio gerencial.

Volviendo al concepto de beneficio gerencial, habría que discutir si dicho concepto queda agotado en los componentes explicitados hasta ahora, los cuales corresponden a partidas visibles en los balances de las empresas, o si también deben integrarse -- ciertas partidas como los contratos de leasing concertados, pues aunque las prácticas contables generalmente al uso no suelen explicitar estos contratos en los estados financieros no hay duda de que suponen una financiación permanente camuflada que contribuye al proceso de renovacion-expansión de las inversiones. En sentido estricto, es innegable que los contratos de esta naturaleza planeados o realizados deben incorporarse de pleno derecho al beneficio gerencial ex-ante y ex-post, pues es un procedimiento supletorio de financiación permanente. En cuanto a la evaluación de este componente podrían suscitarse dudas sobre el criterio utilizado para ello; la valoración actual de las cuotas acordadas como pago del leasing podría ser una fórmula aceptable de representar el pasivo exigible a largo plazo conseguido a través de esta vía especial. De esta suerte, el valor neto entre los contratos concertados y cancelados en el período sería un componente más del beneficio gerencial. No obstante, teniendo en cuenta el carácter residual de esta financiacion, por regla general, y dada la pecu

liaridad específica de esta formula, se puede prescindir de su - incorporación al beneficio gerencial, sin cometer demasiada imprecisión respecto a la cuantificación de esta magnitud.

2.9.- El beneficio gerencial consolidado.

Comentario aparte merecen la financiación ajena permanente poseída por compañías dominadas por la gran empresa, así como los intereses correspondientes a los accionistas minoritarios desde el punto de vista del control, en el supuesto de que la matriz no posea la totalidad de las acciones de las firmas afiliadas.

Evidentemente, el área económica sobre la que el consejo directivo de la gran empresa extiende sus decisiones, abarca no sólo los límites de la demarcación jurídica de la empresa matriz, sino la totalidad de los recursos en manos de compañías controladas por ésta.(64) En consecuencia, el volumen de recursos financieros manejados por el consejo directivo debe referirse al balance consolidado del grupo, esto es, estará integrado por los recursos permanentes propios y ajenos de la matriz, más los recursos - permanentes de las afiliadas que estén financiados por entes ajenos al grupo, más la parte de los recursos propios de las afiliadas correspondientes a las acciones poseídas por agentes externos al grupo que son minoría a efectos de la adopcion fáctica de las decisiones globales y estratégicas de dichas compañías.

Por el mismo motivo, el beneficio gerencial que debe manejarse debe ser establecido en base a magnitudes consolidadas -- el grupo. Así, tanto la autofinanciación bruta como los recursos procedentes del comercio de activos financieros debe venir representada por el incremento o decremento planeado o realizado de -- las magnitudes [illegible] pectivas. En consecuencia, hay que

tener en cuenta las eliminaciones pertinentes de estas partidas - derivadas de las transacciones o relaciones entre las distintas entidades que forman el grupo comandado por la gran empresa. A título de ejemplo, los beneficios retenidos consolidados no serán - la suma algebraica de las dotaciones a reservas efectuadas por todas las compañías, sino que habrá que añadir a estas la porción - de los dividendos declarados por alguna de ellas que vayan a parar a empresas del grupo, ya que los mismos no representarán una salida de recursos del grupo, por lo tanto deben ser considerados como integrantes de los beneficios retenidos a nivel del grupo; las emisiones de acciones o de deuda suscritas por empresas del grupo tampoco representarán incremento del beneficio gerencial consolidado en cuanto al componente de activos financieros, sino que su importe debe eliminarse con el fin de mostrar exclusivamente los activos colocados a terceros en sentido economico, etc. (65)

En conexión con este asunto, un modo peculiar de acrecentar el área de poder de la gran empresa consiste en adquirir - empresas en marcha o paquetes de acciones de otras compañías que otorgan el control de las mismas sin necesidad de tener que tomar la totalidad de su respectivo capital social. Este es un procedimiento bastante en boga de llevar a la práctica las aspiraciones expansivas del consejo directivo de una gran parte de las grandes compañías y que vuelve a poner de manifiesto el comportamiento eminentemente financiero que despliegan estas organizaciones. Pues - bien, supongamos que la gran compañía adquiere la totalidad del capital de otra empresa; si ésta cuenta con recursos ajenos permanentes, la operacion de inversión reporta simultaneamente una expansión adicional de la envergadura de los recursos manejados por el consejo directivo de la gran empresa absorbente por la -- cuantia de dichos recursos ajenos y para el caso, la operacion -

equivale en términos financieros a una emision de activos financieros ajenos por el importe de la financiacion ajena de la firma adquirida. El beneficio gerencial consolidado recibiría, pues, la adición de estos recursos como si se tratase de empréstitos o prestamos a largo plazo colocados directamente por la compañía matríz. Si lo que se adquiere es solamente un paquete parcial de acciones que otorga el control efectivo de otra empresa que también cuenta con recursos permanentes ajenos, la expansión del beneficio gerencial consolidado se produce por un doble conducto. De una parte, se da el mismo efecto relatado en cuanto a los recursos ajenos y, de otra, hay una adición complementaria equivalente a la porción de los recursos propios de las compañías absorbidas parcialmente, correspondientes a los accionistas minoritarios que no pueden -- ejercer un control efectivo desde el punto de vista de las deci-- siones, al pasar dicho control al consejo directivo de la matriz. (66) Para el caso, la captación de los intereses minoritarios -- equivaldría a un lanzamiento de activos financieros por parte de la matriz, (67) por lo que este importe seria un ingreso más del negocio de activos financieros y, por ello, debe integrarse en - el beneficio gerencial consolidado.

En este sentido, el consejo directivo de la gran empresa puede idear o concebir una estrategia expansiva de gran alcance utilizando parte de los recursos financieros de la misma para adquirir empresas en funcionamiento o paquetes de control de éstas, multiplicando de este modo el volumen de los recursos financieros manejados por dicho estamento, merced a la adición automática de los recursos financieros permanentes poseídos por las firmas atraídas hacia sí y de los recursos propios correspondientes a los accionistas minoritarios de las mismas. Un problema concreto de este tipo que más adelante abordaremos, podría consistir en --

distribuir estratégicamente un determinado montante de recursos de la matriz adquiriendo diversas empresas o paquetes de control de las mismas, de tal manera que se consiguiera maximizar el volumen de recursos financieros permanentes efectivamente manejados gracias a esa política inversora, sujetando el programa al cumplimiento de determinadas restricciones de beneficios mínimos esperados, diversificacion por actividades de la inversión total, etc.

2,10.- Síntesis del beneficio gerencial: El Estado de Resultados Genenciales Consolidado.

Llegamos pues a establecer como conclusión recapitulativa del presente apartado que, frente a la opinion habitualmente mantenida de que el comportamiento global, permanente y último de la gran empresa se resume en la obtención de un beneficio - de los capitalistas-propietarios, aquí sostenemos que dicho comportamiento se resume con mucha más propiedad a través de la magnitud del beneficio gerencial que, como hemos descrito minuciosamente, engloba la totalidad de los recursos financieros permanentes puestos a disposición del consejo directivo para poder llevar a efecto sus motivaciones finales al frente de la organización, - esto es, consolidar la supervivencia de esta, así como hacer posible su expansion ininterrumpida sin hacer peligrar su continuidad o la de los propios altos dirigentes dentro de la compañia.

Así, pues, no es el estado de pérdidas y ganancias tradicionalmente elaborado un documento representativo de la meta -- esencial de la gran empresa, por cuanto que refleja una interpretación puramente juridica de la finalidad corporativa, al identificar la firma como el cuerpo de los capitalistas-propietarios. - Una interpretación realista de la finalidad esencial de la corpo-

ración moderna debe postular la primacía de las aspiraciones del alto estamento directivo profesional que la comanda, por lo que el verdadero estado de pérdidas y ganancias de aquella empresa - debe resumir los resultados ex-ante o ex-post concernientes a -- las motivaciones de dicho estament , a saber, supervivencia-expansión. Estas motivaciones pueden venir reflejadas a través del volumen de recursos financieros permanentes, internos y externos, - que el equipo de dirigentes planea alcanzar o alcanza efectivamente, es decir, lo que hemos definido como beneficio gerencial consolidado ex-ante o ex-post respectivamente.

A modo de resumen de cuanto llevamos dicho en relación con el beneficio gerencial, presentamos seguidamente tres versiones de un posible Estado de Resultados Gerenciales Consolidados, que integra junto a los tradicionales componentes del típico Estado de Resultados, los específicos del que ahora nos ocupa y -- que acabamos de comentar.

Finalmente, si frente al paradigma neoclásico del comportamiento empresarial que postulaba la consecución de beneficios para los capitalistas-propietarios se han sostenido un doble órden de opiniones, unas de naturaleza normativa que estiman que la empresa tratará de maximizar los beneficios y otras de naturaleza positiva que consideran que la conducta real apunta únicamente a la obtención no de beneficios máximos sino de beneficios satisfactorios, así también, en el plano teórico, podrían mantenerse igualmente estas dos corrientes de opinión con respecto al beneficio gerencial. En definitiva, la corriente normativa sostendría que el consejo directivo de la gran empresa tratará de maximizar el volumen de recursos financieros permanentes disponibles, mientras que la corriente positiva postularía que el interés efec

tivo del estamento directivo se concretarían la disponibilidad de un volumen de recursos financieros permanentes satisfactorios. La disyuntiva apuntada será el objeto de comentario del próximo apartado.

[illegible] Variante A)

[illegible]			
- EXPLOTACION			
Ingresos de [illegible]			
Ventas	----		
Ingresos accesorios	----		
Subvenciones	----		
.....	----	----	
Costes de las explotaciones			
- Costo de ventas			
Compras netas primeras materias	----		
Diferencias inventarios			
- en primeras materias	----		
en producción en curso	----		
- en producción terminada	----		
Mano de obra directa	----		
Costes generales de [illegible]			
personal	----		
trabajos, suministros y servicios exteriores	----		
.....	----		
- dotación a las amortizaciones	----		
dotación a las provisiones	----		
dotación al saneamiento de activos	----	----	
Margen [illegible] de las explotaciones		----	
A deducir			
Costes generales de comercialización			
- Personal	----		
- Tributos	----		
- Publicidad	----		
.....	----		
- Dotación a las amortizaciones	----		
- Dotación a las provisiones	----		
- Dotación al saneamiento de activos	----	----	
Costes generales de administración			
Personal	----		
.....	----		
- Dotación a las amortizaciones	----		
- Dotación a las provisiones	----		
- Dotación al saneamiento de activos	----	----	
Margen neto de las explotaciones		----	
- AJENOS EXPLOTACION			
Ingresos financieros	----		
Costes financieros (incluye intereses [illegible] (recursos ajenos) [illegible])	----		
Otros ingresos y costes	----	----	
- EXTRAORDINARIOS			
Beneficios extraordinarios (incluye entre otros conceptos los que resulten de [illegible] de activos fijos)..	----		
Pérdidas extraordinarias (incluye entre otros conceptos los que resulten de desinversiones de activos fijos).....	----	----	
Resultados consolidados (convencionales)		----	
A deducir			
Participaciones entes ajenos a los capitalistas-propietarios.	----		
Dividendos satisfechos a entes ajenos al grupo	----	----	
Beneficios retenidos consolidados		----	
- RECUPERACION DE RECURSOS [illegible]			
Dotaciones a las amortizaciones	----		
Dotaciones netas a las provisiones	----		
Dotaciones al saneamiento de activos	----		
Valor contable neto de las desinversiones de activos fijos..	----	----	
AUTOFINANCIACION BRUTA		----	
RECURSOS FINANCIEROS [illegible]			
- RECURSOS AJENOS			
Contratación de nuevos préstamos, empréstitos, etc.	----		
Reembolso de préstamos, empréstitos, etc. en vigor	----	----	
-RECURSOS PROPIOS			
Producto efectivo desembolsado colocación de las acciones	----		
Reembolso de [illegible]	----	----	----
INTERESES [illegible]			
Correspondiente a ampliaciones de capital empresas dominadas	----		
Correspondientes a nuevas empresas	----		
Correspondientes a reducción paquetes empresas dominadas	----	----	
A deducir			
Correspondientes a reducciones de capital	----		
Correspondientes a empresas pérdida de control	----		
Correspondientes a aumentos paquetes control	----	----	----
RECURSOS PERMANENTES TOTALES AÑADIDOS			----

ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADOS

Variante A)
Alternativa

AUTOFINANCIACION BRUTA DE LAS EMPRESAS DEL GRUPO

- EXPLOTACION

Ingresos explotaciones
..... ---- ----

Costos de las explotaciones
..... ----
-dotación a las amortizaciones ..... ----
-dotación a las provisiones ..... ----
-dotación al saneamiento de activos ..... ---- ----

-Margen bruto de las explotaciones ..... ----

A deducir
..... ----
..... ---- ----

-Margen neto de las explotaciones..... ----

AJENOS EXPLOTACION
..... ----
..... ---- ----

EXTRAORDINARIOS
..... ----
..... ---- ----

Resultados consolidados (convencionales) .....1 ----

A deducir
-Participaciones ajenas a capitalistas-propietarios ..... ----
-Dividendos brutos declarados por empresas grupo ..... ---- ----

Beneficios retenidos ..... ----

A deducir

-Participación en beneficios retenidos Intereses Minoritarios ..... ----

Beneficios retenidos consolidados ..... ----

-RECUPERACION RECURSOS LIQUIDOS

Dividendos netos interempresas ..... ----
Dotación a las amortizaciones ..... ----
Dotación a las provisiones ..... ----
Dotación al saneamiento de activos ..... ----
Valor contable neto de inversiones activos fijos ..... ---- ----

AUTOFINANCIACION BRUTA ..... ----

RECURSOS FINANCIEROS PERMANENTES DE ORIGEN EXTERNO

- RECURSOS AJENOS
..... ----
..... ---- ----

- RECURSOS PROPIOS
..... ----
..... ---- ----

INTERESES MINORITARIOS DEL GRUPO

- Participación en beneficios retenidos..... ----
- Ampliaciones capital empresas dominadas ..... ----
- Reducción paquetes empresas dominadas ..... ----
- Nuevas empresas dominadas ..... ---- ----

- Reducciones de capital empresas dominadas ..... ----
- Aumento paquetes empresas dominadas ..... ----
- Pérdida de control de empresas ..... ---- ---- ----

RECURSOS PERMANENTES TOTALES AÑADIDOS ..... ----

ESTADO DE RESULTADOS GENERALES CONSOLIDADOS Variante B)

AUTOFINANCIACION BRUTA DE LAS EMPRESAS DEL GRUPO

INGRESOS

- Ajenos a las explotaciones
  - Ventas ..... ----
  - Ingresos accesorios ..... ----
  - Subvenciones ..... ----
  - ..... ----
- Ajenos a las explotaciones
  - Ingresos financieros ..... ----
  - Otros ingresos ..... ----
- Extraordinarios
  - Ingresos por desinversiones de activos fijos ..... ----
  - Otros ingresos y ganancias extraordinarias ..... ----
- Total ingresos ..... ----

COSTES

- De las explotaciones
  - Coste de ventas
  - Compras netas de primeras materias ..... ----
  - Diferencias inventarios
    - en primeras materias ..... ----
    - en producción en curso ..... ----
    - en producción terminada ..... ----
  - Mano de obra directa ..... ----
  - Costes generales de fabricación
    - personal ..... ----
    - trabajos, suministros y servicios exteriores ..... ----
    - ..... ----
  - Costes generales de comercialización
    - personal ..... ----
    - tributos ..... ----
    - publicidad ..... ----
    - ..... ----
  - Costes generales de administración
    - personal ..... ----
    - ..... ----
- Ajenos a las explotaciones
  - Costes financieros (incluye intereses y dividendos satisfechos a entes ajenos al grupo) ..... ----
  - Otros costes ..... ----
  - ..... ----
- Extraordinarios
  - Valor contable de las desinversiones de activos fijos ..... ----
  - Otros costes y pérdidas extraordinarias ..... ----
- Partícipes en resultados ajenos a capitalistas-propietarios. ----

RECUPERACION DE RECURSOS LIQUIDOS ----

- Valor contable neto de las desinversiones de activos fijos... ----

AUTOFINANCIACION BRUTA ..... ----

RECURSOS FINANCIEROS PERMANENTES DE ORIGEN EXTERNO

- RECURSOS AJENOS
  - Nuevos préstamos, empréstitos, etc. ..... ----
  - Reembolso de préstamos, empréstitos, etc. ..... ----
- RECURSOS PROPIOS
  - Efectivo desembolsado nuevas acciones ..... ----
  - Reembolso de acciones ..... ----

INTERESES MINORITARIOS DEL GRUPO

- Correspondientes a ampliaciones de capital en empresas dominadas ..... ----
- Correspondientes a nuevas empresas sometidas a control ..... ----
- Correspondientes a reducción paquetes de control de empresas dominadas ..... ----

A deducir:

- Correspondientes a reducciones de capital de empresas dominadas ..... ----
- Correspondientes a empresas pérdida de control ..... ----
- Correspondientes a aumentos paquetes de control de empresas dominadas ..... ----

RECURSOS PERMANENTES TOTALES ANALIZADOS ..... ----

[illegible] (Variante ?)

[illegible]S DE CAJA [illegible]

TRANSACCIONES REALES

- De las explotaciones
  - Compras netas de primeras materias ..... ----
  - Diferencias de inventarios
    - en primeras materias .... ----
    - en producción en curso .... ----
    - en producción terminada .... ----
  - Mano de obra directa .... ----
  - Costes generales de fabricación
    - Personal .... ----
    - trabajos, suministros y servicios exteriores .... ----
    - .... ----
  - Costes generales de comercialización
    - personal .... ----
    - tributos .... ----
    - publicidad .... ----
    - .... ----
  - Costes generales de administración
    - personal .... ----
    - .... ---- ----
- Ajenas explotación
  - Costes ajenos explotación (no financieros) ... ----
- Extraordinarios
  - Costes y pérdidas extraordinarias reales .... ----
  - Participaciones en resultados entes ajenos a los capitalistas-propietarios .... ----

TRANSACCIONES FINANCIERAS

- Activos financieros ajenos al grupo
  - Costes financieros de la cartera especulativa de valores .... ----
  - Otros costes financieros .... ---- ----
- Activos financieros del grupo
  - Recursos ajenos
    - Cargas financieras satisfechas entes ajenos al grupo .... ----
    - Pérdidas recompra obligaciones .... ----
    - Reembolso de préstamos, empréstitos, etc. .... ----
  - Recursos propios
    - Dividendos satisfechos a entes ajenos al grupo .... ----
    - Pérdidas recompra acciones.... ----
    - Reembolso de acciones .... ---- ---- ----

INTERESES MINORITARIOS DEL GRUPO

- Reducciones de capital empresas dominadas .... ----
- Empresas con pérdida de control ..... ----
- Aumentos paquetes de control empresas dominadas .... ---- ----

RECURSOS PERMANENTES TOTALES AÑADIDOS ...... ----

[illegible] DE CAJA [illegible]

TRANSACCIONES REALES

- De las explotaciones
  - Ventas.................................. ----
  - Ingresos accesorios .... ----
  - Subvenciones .... ----
  - .... ---- ----
- Ajenas explotación
  - Ingresos ajenos explotación (no financieros)... ----
- Extraordinarios
  - Ingresos por desinversiones de activos fijos reales .... ----
  - Otros ingresos y ganancias extraordinarios reales .... ---- ----

TRANSACCIONES FINANCIERAS

- Activos financieros ajenos al grupo
  - Ingresos financieros de la cartera especulativa de valores .... ----
  - Otros ingresos financieros .... ---- ----
- Activos financieros del grupo
  - Recursos ajenos
    - Nuevos préstamos, empréstitos ..... ----
    - Ganancias recompra obligaciones.... ---- ----
  - Recursos propios
    - Efectivo desembolsado nuevas acciones .... ----
    - Ganancias recompra acciones .... ---- ---- ----

INTERESES MINORITARIOS DEL GRUPO

- Ampliaciones de capital empresas dominadas .... ----
- Nuevas empresas sometidas a control. ----
- Reducción paquetes de control de empresas dominadas .... ---- ----

Explicaremos brevemente cada una de las tres variantes del modelo de resultados gerenciales consolidados.

La variante A) muestra la masa de recursos permanentes totales añadidos correspondientes al período, descompuesta en --- tres rúbricas principales: autofinanciación bruta de las empresas del grupo, recursos financieros permanentes de origen externo e intereses minoritarios del grupo

Dentro de la autofinanciación bruta se distinguen dos - componentes: beneficios retenidos consolidados y recuperación de recursos líquidos. Se llega a determinar la cifra de beneficios - retenidos consolidados mostrando el estado de pérdidas y ganancias convencional del grupo, en la forma habitual de presentación estratificada del resultado de las explotaciones, ajeno y extraordinario que conduce a los resultados consolidados de los capitalistas-propietarios en los que quedan integradas las porciones correspondientes a la matriz y a los intereses minoritarios. Merecen particular atención las partidas de ingresos financieros y costes financieros que incluirán en cuanto a los ingresos, entre otros conceptos, los dividendos e intereses percibidos de entes ajenos al grupo únicamente y en cuanto a los costes, entre otros conceptos, los intereses satisfechos a entes ajenos al grupo correspondientes a los capitales exigibles y no así los dividendos que se mostrarán como reparto de los resultados consolidados siguiendo las --- prácticas al uso.

El reparto de los resultados consolidados convencionales recogerá, como detracciones, las participaciones en beneficios que deben satisfacerse a los entes ajenos a los capitalistas-propietarios (impuestos, participación del personal, consejeros, etc.), así como los dividendos satisfechos en la matriz o en

las empresas dominadas correspondientes a los accionistas ajenos al grupo. Respecto a este último concepto, debe puntualizarse que se tomarán únicamente como dividendos ajenos al grupo, los que satisfagan cada una de las empresas que constituyen éste a accionistas cuyos estados financieros no se integran dentro de la información consolidada del grupo (personas físicas y jurídicas), esto es, no se aplicarán los tantos efectivos de dominio de la matriz sobre los dividendos de las subtenedoras a efectos de determinar lo que son pagos al grupo y pagos a los accionistas minoritarios, sino que todo lo que una empresa del grupo pague a la matriz u otras empresas del grupo son dividendos satisfechos al grupo, por lo que el resto será exclusivamente la cuantía de la partida que comentamos. La detracción de estas dos cuotas de reparto dejará como saldo los beneficios retenidos o autofinanciación neta consolidada de que dispone el consejo directivo de la central para elaborar sus planes expansivos.

Sin embargo, la masa de recursos internos autogenerados por el grupo debe integrar también la recuperación de recursos líquidos dimanante del ciclo normal de operaciones. Por consiguiente, para llegar a la autofinanciación bruta o cash-flow bruto es preciso incorporar las dotaciones a las amortizaciones, provisiones y saneamiento de activos que han sido computadas como costes, pero que no han implicado drenaje de recursos financieros y asímismo debe incorporarse el valor contable neto de las desinversiones de activos fijos correspondientes al período, toda vez que estas desinversiones suponen recuperación de masas líquidas destinadas a la reinversión, pues el resto de la cantidad recuperada por este concepto se ha mostrado desglosado dentro del capítulo de ganancias o pérdidas extraordinarias.

El caudal de recursos financieros permanentes captados en el comercio de los activos financieros emitidos por las empresas que forman el grupo, queda escindido en las dos categorías de recursos permanentes aportados a título de préstamo y recursos aportados a títulos de propiedad. Debemos puntualizar, sin embargo, que así como dentro del epígrafe de recursos ajenos se recogen las transacciones de este género relativas a todos los entes del grupo, en cambio, en el epígrafe de los recursos propios solamente tendrán cabida las transacciones inherentes a la compañía principal o tenedora, ya que las vinculadas a los demás entes del grupo se reflejarán en el capítulo subsiguiente de intereses minoritarios. Tanto en uno como en otro epígrafe se recogen los flujos de caja positivos dimanantes de la colocación de nuevos títulos y los flujos negativos inherentes a posibles reembolsos de los que encuentran en circulación. En este sentido, con relación al comercio de recursos ajenos permanentes hay que señalar que los poseídos por empresas cuyo control se adquiere en el ejercicio en curso equivalen a una nueva colocación de obligaciones, bonos, etc. y a la inversa, un reembolso para los que tienen en vigor las empresas sobre las que cesa el control en dicho período. Como es lógico, sólo se considerarán como cobros y pagos por este concepto, los títulos suscritos o reintegrados correspondientes a entes ajenos al grupo, ya que el resto no supone adición ni sustracción del volumen de recursos totales del grupo, sino un mero transvase o transferencia interna de los mismos.

La última rúbrica de la variante A del estado de resultados gerenciales consolidados incluye los intereses minoritarios al grupo, esto es, las acciones correspondientes a las empresas dominadas, no relativas a la matriz, que pertenecen a socios ajenos al grupo y que, por este motivo, actúan como órganos de financiación de ═══ de vista del poder central de deci--

sión.

Las adiciones de recursos financieros por este concepto provendrán de la colocación de nuevas acciones emitidas por las empresas subsidiarias a personas ajenas al grupo, de las cuotas de capital pertenecientes a empresas nuevas incorporadas al grupo a lo largo del período y que corresponden a los intereses minoritarios de las mismas, pues ello supone nuevas captaciones de recursos a nivel del poder central de decisión y, finalmente, de la reducción de los paquetes de control de empresas dominadas, cuyas acciones hayan sido colocadas entre personas ajenas al grupo aunque sin pérdida del control efectivo, dado que ello supone una financiación adicional de terceros al grupo, si bien hay que tener en cuenta que su importe se computará de acuerdo con el valor teórico contable de las acciones, puesto que el resto hasta el importe percibido por la venta estaría incluído dentro del capítulo de los beneficios o pérdidas extraordinarias, así como que dicho valor teórico contable no debe representarse dentro del epígrafe de "valor contable neto de las desinversiones de activos fijos" para no duplicar dicho concepto.

Las sustracciones de recursos inherentes a los intereses minoritarios del grupo provendrán de situaciones contrarias a las señaladas para las adiciones, esto es, reducciones de capital o rescate de acciones en circulación emitidas por empresas subsidiarias y poseídas por personas ajenas al grupo, los intereses minoritarios de empresas controladas previamente sobre las cuales la matriz ha perdido el control a lo largo del presente ejercicio y, por último, el aumento de los paquetes de control de empresas dominadas previamente y que reducen el montante de los intereses minoritarios, constituyendo una aplicación alternativa de los recur-

sos disponibles que restringe las posibilidades expansivas encauzadas hacia otras direcciones.

Mostramos asimismo una variante A) alternativa que presenta algunas novedades con respecto a la variante A) principal - descrita. Puede verse cómo en la variante modificada, se llega a los beneficios retenidos consolidados, detrayendo de los resultados convencionales consolidados, aparte de las participaciones correspondientes a entes ajenos a los capitalistas-propietarios, los dividendos brutos totales declarados por empresas del grupo en vez de incluir únicamente los dividendos satisfechos a entes ajenos - al grupo y asimismo la participación en beneficios retenidos co-- rrespondientes a los accionistas minoritarios de las firmas afi-- liadas que en la variante principal no está incorporada explícitamente. En cuanto al componente dividendos, los dividendos netos -- interempresas se incluyen como un renglón más del capítulo de recuperaciones de recursos líquidos, con lo que la diferencia entre dividendos totales declarados y dividendos percibidos por empresas del grupo conduciría a los dividendos satisfechos a entes ajenos al grupo que era el renglón único de la variante principal. - En lo que se refiere a la participación en beneficios retenidos - de los accionistas minoritarios, la deducción aplicada en este caso se compensa con un renglón adicional de flujo positivo dentro del capítulo de los intereses minoritarios, por considerar que la retención de beneficios en la parte perteneciente a los accionistas minoritarios equivale a una captación de recursos financieros a - su costa, como si se tratara de un reparto efectivo de dicha suma y una ampliación simultánea de capital por dicho importe. Una alternativa semejante podría elaborarse en relación con la variante B) de presentación que exponemos seguidamente.

La información de los resultados gerenciales consolidados en la variante B) ofrece una disposición distinta de la que acabamos de comentar. Aparte de la presentación, en primer término, de los tres estratos de los ingresos, seguidos por los tres estratos de costes, se incluyen como costes financieros, los dividendos satisfechos a entes ajenos al grupo y como otros costes -- más, el importe de la participación en beneficios de los entes -- ajenos a los capitalistas-propietarios. Por contra, no se incluyen como costes, las dotaciones a las amortizaciones, provisiones y saneamiento de activos, por lo que se llega a determinar el excedente financiero interno generado por la empresa que sumado a la recuperación de recursos líquidos por vía de la desinversión de activos fijos a su valor contable neto, tanto sean de naturaleza técnica como financiera, aunque sin relación de control en este último caso. La disposición de la información restante es idéntica a la de la variante A).

En cuanto a la variante C), ésta se presenta con la disposición habitual de cuenta, separando por ello los flujos positivos de caja de naturaleza permanente de los flujos negativos o -- egresos. En cada una de las dos secciones de los flujos, aparecen estratificados los recursos líquidos según correspondan a tran--- sacciones reales y transacciones financieras, incluyendo como -- apéndice final los intereses minoritarios del grupo. Lo que trata de revelar cada uno de estos capítulos es el excedente financiero respectivo que generan las explotaciones reales, por una parte, y los negocios de naturaleza financiera, por otra, cuyo interés está fuera de toda duda dentro de la gran empresa moderna.

Puede comprobarse, por ello, cómo dentro de las tran--- sacciones reales, no figuran como flujos negativos los costes fi-

nancieros (intereses y dividendos satisfechos a terceros ajenos al grupo, etc.), ni tampoco los ingresos financieros como flujos positivos. Tampoco figuran como flujos negativos las dotaciones a las amortizaciones, provisiones y saneamiento de activo, ni el valor contable de las desinversiones de activos fijos reales, con el fín de obtener directamente el excedente financiero procedente de los negocios de naturaleza económica en sentido estricto.

En el apartado de transacciones financieras se discriminan los flujos positivos y negativos correspondientes al comercio de activos financieros ajenos al grupo, del comercio de estos mismos activos emitidos por empresas del grupo, diferenciando en este caso la doble fuente de recursos ajenos y de recursos propios, si bien respecto a estos últimos hay que tener en cuenta - que se refieren a las acciones de la compañía matriz exclusivamente. En particular, dentro de los activos financieros del grupo se incluyen como flujos negativos los dividendos satisfechos a entes ajenos al mismo. Podría proponerse como alternativa de - presentación de los dividendos, la escisión de éstos en dos subgrupos, uno constituido por los que la matriz satisface a sus - accionistas que no sean empresas del grupo que figuraría como flujo negativo dentro del epígrafe de recursos propios, ya que como flujo positivo del mismo figuran los recursos captados mediante la colocación de acciones de la matriz y otro subgrupo formado - por los dividendos satisfechos por las empresas subtenedoras a - terceras personas ajenas al grupo y que figuraría con flujo negativo de los intereses minoritarios, dado que como flujo positivo se incluyen los recursos procedentes de la colocación de acciones de estas sociedades entre terceros.

3.- Beneficio gerencial máximo vs. beneficio gerencial satisfactorio.-

Al desarrollar la hipótesis del beneficio convencional satisfactorio en contraposición a la hipótesis tradicional de beneficios máximos, hicimos notar que el argumento en que se apoya la primera no es el método práctico de fijación de precios de los factores y de los productos que habitualmente siguen las empresas en la práctica y, sobre todo, las de gran dimensión (retribuciones satisfactorias y mark-up), sino en las propias conveniencias del estamento directivo derivadas de su cuadro de aspiraciones capitales.(68)

En este sentido, la preferencia por el beneficio satisfactorio frente al beneficio máximo, parece fundamentarse en la motivación primaria y obvia del consejo directivo, esto es, la consolidación de la supervivencia a largo plazo de la compañía - que gobiernan. Estabilizar el medio ambiente sobre el que se actúa constituye una preocupación primordial del estamento que dirige la organización, con lo que el diseño de una política de actuación estable en la que los cambios sean graduales y seguros - es preferible a la alternativa contraria de fijar una política - inestable y demasiado arriesgada que persiga la maximización de los resultados, ya que la primera protege mucho mejor la supervivencia de la compañía. Pero es que además de esto, la maximización de los beneficios exige un cuadro de condiciones más, tales como racionalidad absoluta por parte de los decisores, conocimiento perfecto de los distintos mercados, reacción sin demora ante - los cambios de coyuntura, automatismo de las fuerzas del mercado y no discrecionalidad de los decisores aislados, etc. que lógica-

mente no se dan en el mundo real y máxime si se trata de describir el comportamiento de las unidades mercantiles de gran tamaño.

Pues bien, el cambio del paradigma central del comportamiento de la gran empresa, esto es, la defensa del proceso de acumulación en condiciones de seguridad frente al hecho bastante menos significativo de la obtención de beneficios para los capitalistas-propietarios sigue estando dominada por la misma serie de obstáculos que impiden de hecho la maximización de este segundo concepto. Por ello, la obtención de recursos financieros permanentes, magnitud que hemos bautizado como beneficio gerencial y que hemos elegido como reflejo elocuente de la aspiración expansiva del estamento directivo de la corporación moderna, bajo una visión eminentemente realista del acontecer empresarial, no puede postularse en términos de maximización, sino más bien en términos de satisfacción. A mayor abundamiento de causas, si la autofinanciación es un componente del beneficio gerencial, teniendo en cuenta que ésta deriva en parte de la cifra de beneficios de los capitalistas-propietarios, difícilmente puede postularse la maximización en sentido estricto del beneficio gerencial cuando de antemano se niega la maximización de alguno de sus componentes; en otras palabras, si los beneficios de los capitalistas-propietarios que persigue la gran empresa no son máximos sino satisfactorios, tampoco podrán ser máximos los recursos financieros permanentes adicionales que trata de obtener el comité directivo de la gran empresa, sino satisfactorios.

Ahora bien, otra cosa distinta es que la adopción de decisiones relativas a la obtención de los recursos financieros permanentes que posibilitan el crecimiento se efectúe siguiendo métodos o criterios de optimización, o lo que es lo mismo, decisiones [illegible]zar el volumen de los recursos financieros

cumpliendo una serie de restricciones internas y ambientales, algunas de las cuales derivarán de los medios disponibles por la compañía, otras serán relaciones sugeridas por la administración eficiente de los recursos disponibles y otras meras representaciones de las elecciones efectuadas por el comité directivo relativas fundamentalmente a la seguridad que debe existir en el proceso de acumulación deseado por los rectores de aquélla.

En resumen, podemos afirmar que la aspiración fundamental del estamento directivo de cualquier gran empresa es conseguir el mayor ritmo de crecimiento posible, representado en primera instancia por la tasa de expansión de los recursos financieros permanentes manejados por dicho estamento, contando con unos medios dados, con una situación ambiental dada y satisfaciendo una serie de reglas de prudencia que condicionan el aumento de la envergadura del negocio. La estrategia global inherente a este fin, consistirá en síntesis en ir reconociendo paulatinamente el medio ambiente en que se encuentra inmersa la empresa, de tal manera que favorezca la realización de sus proyectos expansivos y en preparar paralelamente los medios de todo tipo necesarios para semejante fin.

3.1.- Un modelo de maximización del volumen de recursos financieros.

En un orden de ideas similar a los que acabamos de exponer podemos situar el trabajo de C. Romero: (69)"Un modelo de financiación para una política de expansión de la empresa", cuyo contenido pasamos a extractar,en el que podemos observar bastantes concomitancias con nuestra hipótesis del beneficio gerencial.

Romero supone que el principal objetivo de la gran sociedad [illegible]ón, con lo cual plantea un modelo de

optimización de la tasa de crecimiento, representada por el incremento de los recursos financieros de carácter permanente, teniendo en cuenta que existen ciertas restricciones lineales que condicionan o influyen en el ritmo de acumulación. Entre estas restricciones destacanaquéllas que obliga a mantener relativamente satisfechos al cuerpo de accionistas (dividendos) y aquellas otras que se vinculan al concepto de seguridad en la gestión representadas, sobre todo, por la conveniencia de mantener unas determinadas relaciones dentro de las fuentes de financiación permanente, más una restricción adicional relativa al límite máximo de dotación a las amortizaciones.

El modelo que Romero plantea, a partir de una situación estática conocida, permite determinar teniendo en cuenta la serie de restricciones establecidas, los siguientes extremos de la política general directiva:

1º).- Política óptima de distribución de los beneficios convencionales conseguidos en el período (reparto entre dividendos y retención de beneficios).

2º).- Política óptima de dotación a las amortizaciones en el período sobre el que se poseen los datos.

3º).- Cifra de recursos financieros permanentes ajenos que es preciso adicionar.

4º).- Cifra de aumento neto que es preciso buscar mediante la colocación de nuevas acciones.

Plantea para ello el siguiente modelo de programación lineal:

.../...

Notaciones previas

e = exigible de la empresa a largo plazo

p = recursos no exigibles (capital social+reservas acumuladas)

c = capital social

g = beneficios brutos (antes de detraer la dotación a las amortizaciones y la cuota del impuesto sobre beneficios)

g'= beneficios netos (beneficios brutos menos dotación a las amortizaciones)

c_f= cash-flow (definido por este autor como los beneficios brutos menos la cuota del impuesto sobre sociedades)

t_1= tasa impositiva única del impuesto sobre sociedades

t_2= tasa impositiva que grava los dividendos

t_3= tasa impositiva que grava los beneficios retenidos (si existiese en el sistema fiscal)

T = cuota del impuesto sobre sociedades

I_i= activos fijos depreciables (i = 1, 2, ..., n)

W_i= tasas máximas de dotación a las amortizaciones de los activos fijos (i = 1,2,...,n)

x_1= beneficios retenidos (antes de detraer los impuestos específicos a la tasa t_3)

y = beneficios distribuidos como dividendos (antes de detraer los impuestos específicos a la tasa t_2)

x_2= dotación a las amortizaciones

x_3 = cifra de endeudamiento neto adicional a contraer

x_4 = cifra de ampliación del capital social

· Antes de especificar la naturaleza del problema, conviene resaltar algunas relaciones derivadas de las definiciones anteriores:

$g' = g - x_2 = x_1 + y + t_1 g'$ y, por tanto $g' = \frac{x_1 + y}{1 - t_1}$

$c_f = g - T = g - t_1 g' = x_1 + y + x_2$ y sustituyendo el valor de g' por la equivalencia anterior:

$c_f = g - \frac{t_1(x_1 + y)}{1 - t_1} = x_1 + y + x_2$, de la que puede depejarse la cifra de dividendos

$y = g(1-t_1) - x_2(1-t_1) - x_1$

El problema que plantea Rocoro es el siguiente:

Función-objetivo Max. $x_1(1-t_3) + x_2 + x_3 + x_4$

Restricciones 1ª) De dividendos mínimos a los socios, que no deben ser inferiores a la tasa "u" calculada sobre la cifra de capital social, es decir:

$$y(1-t_2) \geq u.c$$

sustituyendo "y" por su valor anteriormente calculado, la restricción quedaría de esta forma:

$$(1-t_2)\left[g(1-t_1) - x_2(1-t_1) - x_1\right] \geq u.c$$

y despejando x_1 y x_2 (70)

$$x_1 + x_2(1-t_1) \leq g(1-t_1) - \frac{u.c}{(1-t_2)}$$

2ª) Del coeficiente recursos financieros no exigibles/ recursos financieros exigibles a largo plazo, sosteniendo que esta relación no puede ser inferior a un límite mínimo de garantía V, es decir:

$$\frac{p + (1-t_3)\, x_1 + x_2 + x_4}{e + x_3} \geqslant V$$

y despejando x_1, x_2, x_3 y x_4 queda:

$$-(1-t_3)x_1 - x_2 + V.x_3 - x_4 \leqslant p - V.e$$

3ª) De la dotación a las amortizaciones que no pueden superar los coeficiente máximos legales

$$x_2 \leqslant \sum_{i=1}^{n} W_i\, I_i$$

4ª) La relación entre financiación propia (incluida la dotación a las amortizaciones) y capital social, después del aumento de los recursos financieros, no debe ser inferior a la que existía previamente, o sea:

$$\frac{p + (1-t_3)\, x_1 + x_2 + x_4}{c + x_4} \geqslant \frac{P}{C}$$

y despejando x_1, x_2 y x_4 queda:

$$-(1-t_3)\, x_1 - x_2 + x_4 \left(\frac{P}{C} - 1\right) \leqslant 0$$

5ª) Las variables x_i deben ser positivas o nulas

$$x_i \geqslant 0 \qquad i = 1, 2, 3, 4$$

El problema que plantea C. Romero puede resolverse apli

cando cualquiera de los métodos habituales de la programación lineal, una vez definidos los valores satisfactorios de la tasa de dividendos u y del coeficiente de garantía V, ya que la solución depende naturalmente de la elección efectuada respecto a estos extremos. La determinación de estos valores puede realizarse de - - acuerdo con las preferencias subjetivas del órgano directivo de - la compañía, si bien hay que hacer notar que las decisiones tomadas al respecto en cualquier momento vendrán condicionadas por -- las elecciones llevadas a cabo por la compañía en períodos precedentes, así como por la conducta observada sobre esta materia por parte de otras compañías análogas que operan en un medio ambiente similar. Así, la tasa de dividendos de cualquier gran compañía deriva del proceder seguido en otros ejercicios, siendo frecuente - observar la existencia de políticas de dividendos bastante estables, similares en gran parte a las de las firmas semejantes situadas en el mismo entorno; otro tanto cabe decir en cuanto a la composición entre fondos propios y ajenos permanentes, cuya configuración concreta en un determinado momento dimana de las decisiones anteriores adoptadas, sobre este particular, guardando también normalmente cierta correspondencia con la tónica general de las - firmas afines. (71)

Evidentemente, el problema de programación lineal que - Romero plantea conduce a una solución óptima para los distintos - componentes de la función-objetivo. Sin embargo, hay que hacer notar que el máximo resultante es un máximo relativo o condicionado a las restricciones establecidas. El mismo problema puede ofrecerse en versión de la técnica de programacion por objetivos, señalando como meta clave de la alta dirección la obtención de una tasa satisfactoria de incremento de los recursos financieros permanentes totales "m" existentes hasta la fecha R que, lógicamente, as-

condorán a la suma del exigible a largo plazo, no exigible y amortizaciones acumuladas, sujeta a la misma serie de restricciones - comentadas. La función objetivo consistiría por tanto en minimizar las desviaciones positivas o negativas respecto a la meta de crecimiento deseada, condicionada a las restricciones anteriores, más la propia tasa de crecimiento que los dirigentes desean como meta satisfactoria. El planteamiento matemático del problema adoptaría la siguiente estructura formal :

Función-objetivo Min. $f = y^{+} + y^{-}$

Restricciones

1ª) De dividendos mínimos $x_1 + x_2(1-t_1) \leqslant g.(1-t_1) - \frac{u.c}{(1-t_2)}$

2ª) Del coeficiente de garantía $-(1-t_3)x_1 - x_2 + Vx_3 - x_4 \leqslant p - V.e$

3ª) De dotación a las amortizaciones $x_2 \leq \sum_{i=1}^{n} w_i I_i$

4ª) De relación entre recursos propios y capital social $-(1-t_3)x_1 - x_2 + x_4 \left(\frac{p}{c} - 1\right) \leqslant 0$

5ª) Meta deseada de crecimiento de los recursos totales $x_1(1-t_3) + x_2 + x_3 + x_4 - m\bar{R} = y^{+} - y^{-}$

o lo que es lo mismo $x_1(1-t_3) + x_2 + x_3 + x_4 - y^{+} + y^{-} = m\,R$

6ª) Condiciones de no negatividad (72) $x_i \geqslant 0,\ y^{+},\ y^{-} \geqslant 0 \quad i = 1,2,3,4$

Si la solución óptima produce un valor nulo para la función-objetivo el deseo de los administradores se vería cumplido -

por entero, con lo que se estaría en la solución óptima aportada por la programación lineal. Por contra, si el objetivo deseado por la dirección rebasa las posibilidades de la empresa a la vista de las restricciones existentes, entonces y^- será positiva e $y^+ = o$ en la solución óptima, mientras que si el óptimo de expansión financiera es superior a la meta satisfactoria trazada -- $y^+ > o$ e $y^- = o$. Como es natural, el análisis de sensibilidad del modelo planteado podría alumbrar una gama de opciones al consejo directivo hasta llegar a encontrar y escoger la solución correspondiente a una cierta especificación de las restricciones, particularmente la 1ª), 2ª) y 4ª), que coincida plenamente con la tasa de crecimiento deseada.

3.2.- Análisis crítico del anterior modelo

El interesante problema que C. Romero plantea tendente a optimizar las variables financieras que configuran la aspiracion principal de la gran empresa moderna, o sea, el aumento de su envergadura, dentro naturalmente de unas determinadas restricciones derivadas del propio medio ambiente, de la propia capacidad disponible o de ciertas elecciones establecidas por el consejo directivo de aquélla, (73) problema que, por nuestra parte, hemos readaptado a la técnica más general y flexible de la programación por objetivos, es a nuestro juicio un intento valioso pero limitado para definir una línea de actuacion útil y completa en el sentido apuntado.

Los puntos débiles mas sobresalientes de la formulación aportada por dicho autor son los que siguen:

1º) El número de variables implicadas para definir la magnitud de la expansion de la firma de que se trata resulta incompleto en comparacion con la formulación del beneficio empresarial consolidado que hemos expuesto anteriormente.

En primer término, la idea de grupo de empresas no es recogida, pues las magnitudes manejadas se refieren a las de una unidad jurídicamente independiente, en vez de dar entrada a las magnitudes consolidadas del grupo de empresas sometido a un poder central de decisión. Entendemos que para un análisis fructífero de la gran empresa moderna, pues es aquí donde el fenomeno de acumulación adquiere una importancia capital y donde las aspiraciones del cuadro directivo pueden sobreponerse a las de los demás estamentos que componen la coalición empresarial, hay que tener en cuenta el grupo de [illegible] que el consejo directivo de la matriz

ejerce una influencia decisiva, al menos en los aspectos claves - tales como el que se trata de examinar.

Por esto motivo, las variables que definen el crecimiento y las restricciones pertinentes deberían referirse a magnitudes consolidadas en vez de tomar como base los datos individuales de - la compañía matriz. Así, en lo que atañe a los recursos propios - del grupo no solamente habría que tener en cuenta el capital social de la matriz poseído por entes ajenos al grupo sino que habiera añadirse una nueva variable que midiera la aportacion al capital social de los intereses minoritarios de las empresas afiliadas, pues ésta es una fuente financiera más bajo la perspectiva - del consejo directivo de la matriz y lo mismo cabría decir del capítulo de reservas del grupo. Por igual razón, el capítulo de recursos ajenos, dotación a las amortizaciones, provisiones, etc. - debería integrar las magnitudes agregadas de las distintas unidades empresariales.

Por otro lado, hay que añadir como fuentes de recuperación de recursos líquidos las dotaciones a las provisiones y saneamiento de activos, así como el valor contable de las posibles desinversiones de activos fijos, ya que los recursos correspondientes a estos conceptos deberán quedar internos dentro del presupuesto de capital de la compañía.

2º) El número de restricciones implícitas parece escaso, ya que la estrategia del crecimiento financiero debe sugerir una - suma más amplia de condicionantes. Así, podrían mencionarse la necesidad que tienen los dirigentes de ampliar en una determinada - proporción mínima y máxima el capital social para mantener la cotización de sus acciones en un nivel mínimo satisfactorio, la conveniencia de que el importe del derecho preferente de suscripción - junto con [illegible] efectos a los accionistas represente

un porcentaje mínimo de rendimiento, el interés por mantener no solamente un coeficiente de garantía mínimo sino también máximo. --- etc.

3º) El modelo propuesto es ex-post, es decir, sirve únicamente para establecer, a la vista de los resultados alcanzados - en el período, la política financiera a seguir para optimizar el crecimiento. Ni que decir tiene que la mayor utilidad de un modelo de este estilo se alcanzaría si fuera posible su aplicacion para elaborar un plan ex-ante de actuación, que determine la cifra de resultados a obtener en congruencia con el resto de las variables financieras de decision. Hay una segunda razon por la que la utilizacion del modelo como instrumento de planificacion es prácticamente un requisito ineludible para poder conservar su validez. - El conocimiento a priori de la composicion idónea de las distintas fuentes financieras para alcanzar una determinada tasa satisfactoria de expansion de los recursos financieros del grupo permitirá preparar con tiempo las medidas necesarias para programar la colocación de los activos financieros correspondientes a las diversas unidades del grupo, anticipando su puesta en práctica en conexión con las metas trazadas, mientras que la definición ex-post de la conducta a seguir introduciría mayores inconvenientes operativos para poder desarrollar con éxito el programa que resulte conveniente.

4º) El modelo, por estar formulado en términos de programación lineal, solo tiene en cuenta una meta a maximizar, mientras que el resto de los posibles deseos de los administradores se consideran restricciones que se añaden a las restricciones de capacidad y de medio ambiente.

. reformular el modelo otorgándole ma

yor ... través de la programacion ...

vos o metas. (74) En este sentido, se podría incorporar a la función-objetivo cada una de una meta parcial, manteniendo como restricciones, prácticamente sólo los extremos relativos a las limitaciones internas de capacidad de cada tipo y las limitaciones externas del medio ambiente. Bajo este nuevo enfoque, podrían definirse niveles satisfactorios de obtención de las diversas metas directivas, de tal modo que la solución óptima del modelo fuera aquélla que aporte la menor desviación posible positiva o negativa con respecto a los niveles satisfactorios pretendidos.

Además de esto, la programación por metas permite jerarquizar dentro de la función-objetivo cada una de las que escoja el consejo de dirigentes, de acuerdo con el cuadro de preferencias exhibido por éstos. En definitiva, se trata de ponderar con distinta intensidad las diferentes elecciones directivas fundamentales, máxime si se tiene en cuenta que algunas de las metas pueden ser contradictorias o incompatibles entre sí, esto es, que no puedan satisfacerse plenamente todas ellas. En este sentido, la aspiración por lograr una expansión satisfactoria del volumen de recursos-permanentes totales del grupo podría ocupar el primer puesto, pero junto a esta meta cabría introducir con rango inferior la consecución de otros objetivos irrenunciables, como pueden ser la consecución de una tasa de rentabilidad satisfactoria para los recursos del grupo, el pago de una cifra de dividendos mínimos, etc. Es sumamente importante en este contexto la definición de las metas directivas y de las restricciones respectivamente, puesto que el resultado del modelo puede verse influído por esta definición; así, si un determinado extremo entra a formar parte de la función-objetivo, la solución tenderá a mostrar la mínima desviación posible con respecto al nivel satisfactorio deseado, mientras que si dicho extremo se incluye dentro de las restricciones es posible cualquier

discrepancia en la solución óptima en relación con la cifra deseada en cuanto al mismo o, al menos no existe un mecanismo lógico del modelo que tienda a converger en torno a la limitación deseada. (75)

Finalmente, la programación por metas permite valorar - igual o distintamente las desviaciones positivas de cada una de - las metas propuestas por el consejo directivo de la gran empresa. Así, puede ocurrir que los dirigentes se muestren indiferentes a los superávits o a los déficits de determinadas metas, más no a - sus alternativas contrarias: por ejemplo, pueden aspirar a alcanzar una tasa mínima de expansión de los recursos financieros les resulta totalmente indiferente que se sobrepase. La exclusión de las variables que representan las desviaciones indiferentes (con ponderación cero) dentro de la función objetivo permite plasmar - convenientemente este rasgo esencial de los deseos gerenciales.

5º) El modelo que comentamos, por último, abarca un solo período, esto es, está concebido bajo la idea implícita de que las desviaciones adoptadas en cada período aislado no tienen implicaciones o repercusiones en las decisiones correspondientes a otros períodos sobre el mismo particular.

Cuando este supuesto no se cumple, es decir, reflejando razonablemente el decurso real de los hechos que se están investigando, no cabe la menor duda de que la utilidad de la programación referida a un solo período es bastante escasa, siendo mucho más fecunda la programación multietapa que abarque un número relativamente amplio de períodos.

3,3.- Esbozo de un modelo de planificación del beneficio consolidado gerencial satisfactorio

Un grupo de empresas está constituído por

una compañía matriz E_M que es la unidad central de decisión del grupo y por n compañías afiliadas por lazos financieros - - - $(E_1, E_2, \ldots\ldots, E_n)$

Al finalizar cualquier período t cada una de las empresas del grupo presenta en sus estados financieros individuales -- (después de la distribución de beneficios) los siguientes datos - contables referidos a los recursos financieros permanentes, identificados bajo estas notaciones:

C = Capital social A = reservas acumuladas K = C+A recursos propios totales

D = Exigible a largo plazo R = K+D recursos permanentes totales

Recursos / Empresas	C	A	K	D	R
E_M	C_M	A_M	K_M	D_M	R_M
E_1	C_1	A_1	K_1	D_1	R_1
E_2	C_2	A_2	K_2	D_2	R_2
.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.
.	.	.	.	.	.
E_n	C_n	A_n	K_n	D_n	R_n

Los tantos de dominio directo intercompañías en los recursos propios y en los recursos ajenos permanentes son los que siguen en la indicada fecha:

.../...

En recursos propios

	E_M	E_1	$E_2 \cdots\cdots E_n$
E_M	---	t_{M1}	$t_{M2} \cdots t_{Mn}$
E_1	t_{1M}	--	$t_{12} \cdots t_{1n}$
E_2	t_{2M}	t_{21}	$---\cdots t_{2n}$
.	.....		
E_n	t_{nM}	t_{n1}	$t_{n2} \cdots ---$

En recursos ajenos permanentes

	E_M	E_1	$E_2 \cdots\cdots E_n$
E_M	---	t'_{M1}	$t'_{M2} \cdots t'_{Mn}$
E_1	t'_{1M}	---	$t'_{12} \cdots t'_{1n}$
E_2	t'_{2M}	t'_{21}	$---\cdots t'_{2n}$
.	.....		
E_n	t'_{nM}	t'_{n1}	$t'_{n2} \cdots ---$

en los que los t_{jk} y t'_{jk} representan los coeficientes de participación de la empresa j del grupo(matriz o afiliadas) en los recursos propios y en los recursos ajenos permanentes respectivamente de la empresa k.

Evidentemente,los recursos financieros permanentes totales que maneja la unidad central de decisión en el momento considerado resultarán de agregar la totalidad de los de todas las unidades del grupo, eliminando las participaciones financieras intercompañías de ambas especies (en recursos propios y en recursos -- ajenos permanentes), porque suponen una duplicación ficticia de - los recursos manejados por el mismo. En consecuencia:

a) Recursos propios consolidados.

Estarán compuestos por los recursos propios de la ma-- triz, menos la parte de éstos pertenecientes a empresas afiliadas que posean paquetes de acciones de la misma, pues éstos deben ser eliminados al aparecer doblemente representados, más las reservas de compañías subtenedoras puestas de relieve en los registros de la matriz respecto de las demás compañías del grupo o en los re-- gistros de alguna de ellas con respecto a los de las demás incluída la p n de este segundo componente es clara,

ya que resulta de reconocer los sucesivos incrementos del valor - teórico de las acciones derivados de la retención de beneficios - con relación al momento de la adquisición; la participación de -- las empresas del grupo tenedoras de acciones en las reservas puestas de relieve por las unidades emisoras suponen adiciones efectivas de recursos financieros propios.

Teniendo en cuenta que las participaciones de empresas del grupo en los recursos propios de la matriz vienen señalados por $\sum_{j=1}^{n} t_{jM} < 1$, la eliminación ascendería a $K_M \sum_{j=1}^{n} t_{jM}$ con cargo a las cuentas de inversiones de control de las afiliadas. El resto es decir, $\left[1 - \sum_{j=1}^{n} t_{jM}\right] K_M$ corresponde a recursos propios consolidados. Para completar los recursos propios consolidados habría que adicionar al componente anterior los saldos contables de todas las unidades del grupo de las cuentas de reservas en compañías - afiliadas si se sigue la práctica de mantener las cuentas de inversiones de control de acciones por el valor teórico actualizado de las mismas. En todo caso, este componente se calcularía así:

$$\sum_{j=1}^{n} t_{ij} \left(K_j - K_j^{(i)}\right) + \left(K_M - K_M^{(i)}\right) \sum_{j=1}^{n} t_{jM} + \sum_{j=1}^{n} \sum_{k=1}^{n} t_{jk} \left(K_k - K_k^{(i)}\right)$$

b) Intereses minoritarios.

Estarán compuestos por las participaciones en los recursos propios de las compañías afiliadas correspondientes a terceras personas ajenas al grupo. Por consiguiente, detrayendo de los recursos propios respectivos de las afiliadas la participación en - los mismos correspondientes a la matriz y demás afiliadas se obtienen los recursos aportados al grupo por accionistas minoritarios. Evidentemente, la participación de la matriz y de las afiliadas en los recursos propios de cualesquiera de estas últimas dará

lugar a la eliminación de la parte de recursos propios correspondientes con las cuentas de inversiones de control de sociedades que figuran en las contabilidades de la matriz o del resto de las afiliadas.

Teniendo en cuenta que las respectivas participaciones de la matriz y demás afiliadas en cada una de éstas, resultan las cantidades a eliminar y los intereses minoritarios siguientes:

	Eliminaciones	Intereses Minoritarios
$t_{M1} + \sum_{j=1}^{n} t_{j1} \leq 1$ (76)	$\left[t_{M1} + \sum_{j=1}^{n} t_{j1}\right] I_1$	$\left[1-(t_{M1} + \sum_{j=1}^{h} t_{j1})\right] I_1 = M_1$
$t_{M2} + \sum_{j=1}^{n} t_{j2} \leq 1$	$\left[t_{M2} + \sum_{j=1}^{n} t_{j2}\right] I_2$	$\left[1-(t_{M2} + \sum_{j=1}^{n} t_{j2})\right] I_2 = M_2$
$t_{Mn} + \sum_{j=1}^{n} t_{jn} \leq 1$	$\left[t_{Mn} + \sum_{j=1}^{n} t_{jn}\right] I_n$	$\left[1-(t_{Mn} + \sum_{j=1}^{n} t_{jn})\right] I_n = M_n \Big/ \sum_{j=1}^{n} M_j$

c) Recursos ajenos permanentes

Estarán integrados por la totalidad de los que tengan la matriz y las afiliadas, menos la parte que representen préstamos intercompañías, pues estas partidas se encuentran adecuadamente representadas como pasivos de las empresas prestatarias y como activos de las prestamistas, por lo que deben ser eliminadas. Sólo los activos financieros correspondientes a emisiones de deuda a largo plazo (empréstitos, préstamos, etc.) efectuadas por la matriz o por las afiliadas y suscritas por entes ajenos al grupo - son en rigor recursos llevados al grupo y no una mera transferencia de [illegible] de éste.

	Eliminaciones	Intereses Minoritarios
$\sum_{j=1}^{n} t'_{jM} \leq 1$	$D_M \sum_{j=1}^{n} t'_j$	$\left[1 - \sum_{j=1}^{n} t'_{jM}\right] D_M = D_M{}^C$
$t'_{M1} + \sum_{j=1}^{n} t'_{j1} \leq 1$	$D_1 \left[t'_{M1} + \sum_{j=1}^{n} t'_{j1}\right]$	$\left[1 - \left(t'_{M1} + \sum_{j=1}^{n} t'_{j1}\right)\right] D_1 = D_1{}^C$
$t'_{M2} + \sum_{j=1}^{n} t'_{j2} \leq 1$	$D_2 \left[t'_{M2} + \sum_{j=1}^{n} t'_{j2}\right]$	$\left[1 - \left(t'_{M2} + \sum_{j=1}^{n} t'_{j2}\right)\right] D_2 = D_2{}^C$
.....	.....	.....
$t'_{Mn} + \sum_{j=1}^{n} t'_{jn} \leq 1$	$D_n \left[t'_{Mn} + \sum_{j=1}^{n} t'_{jn}\right]$	$\left[1 - \left(t'_{Mn} + \sum_{j=1}^{n} t'_{jn}\right)\right] D_n = \dfrac{D_n{}^C}{D_M{}^C + \sum_{j=1}^{n} D_j{}^C}$

Con ello se habría llegado a cifrar la cuantía y estructura de los recursos permanentes totales del grupo en el momento t. Estos estarían constituídos por los recursos propios, intereses minoritarios y recursos ajenos permanentes. A efectos de presentación de estas masas de recursos y con el fin de guardar coherencia con la estructura establecida en el estado de resultados gerenciales consolidados, se podría reestructurar de la siguiente manera la expresión de los recursos permanentes totales del grupo:

Capital social: $C^c = \left[1 - \sum_{j=1}^{n} t_{jM}\right] C_M$

Reservas acumuladas: estarían constituídas por la porción de las reservas de la matriz que no correspondena la tenencia de acciones por parte de empresas agrupadas, esto es, $\left[1 - \sum_{j=1}^{n} t_{jM}\right] A_M$, más los re

servas en compañías afiliadas resultantes de los ajustes mostrados en los valores teóricos de las acciones de las empresas del grupo como consecuencia de la retención de beneficios por parte de la matriz o de las afiliadas y que corresponden a las tenencias de acciones intercompañías, más la participación en las reservas de las afiliadas pertenecientes a los intereses minoritarios. En resumen:

$$A^c = \left[1 - \sum_{j=1}^{n} t_{jM}\right] A_M + \left[1 - \left(t_{M1} + \sum_{j=1}^{n} t_{j1}\right)\right] A_1 +$$

$$+ \left[1 - \left(t_{M2} + \sum_{j=1}^{n} t_{j2}\right)\right] A_2 + \ldots + \left[1 - \left(t_{Mn} + \sum_{j=1}^{n} t_{jn}\right)\right] A_n +$$

$$\sum \text{Reservas en Compañías Subtenedoras}$$

$$(1,2,\ldots,n,M)$$

Intereses minoritarios: estarían integrados por la participación en el capital social de las empresas afiliadas pertenecientes a terceras personas, o sea:

$$IM = \left[1 - \left(t_{M1} + \sum_{j=1}^{n} t_{j1}\right)\right] C_1 + \left[1 - \left(t_{M2} + \sum_{j=1}^{n} t_{j2}\right)\right] C_2 + \ldots$$

$$\ldots + \left[1 - \left(t_{Mn} + \sum_{j=1}^{n} t_{jn}\right)\right] C_n$$

Recursos ajenos permanentes: $D^c = D_M^c + \sum_{j=1}^{n} D_j^c$

A estos conceptos podrían añadirse las amortizaciones

acumuladas y las provisiones reconocidas en todas las firmas del grupo para dar una visión de los recursos financieros totales consolidados en sentido amplio.

Además de esto, es menester establecer un supuesto más en torno a la imputación de los dividendos declarados por las diferentes empresas. Así, presupondremos que las empresas aplican los dividendos derivados de sus participaciones en sociedades del grupo a sus cuentas individuales de resultados del siguiente período, por lo que dentro de las reservas acumuladas de las empresas del grupo no estarán incluídos los dividendos a cobrar en el curso del próximo ejercicio, pues al declarar los dividendos cada una de ellas habrá hecho la siguiente anotación contable:

Resultados del período

a Partícipes ajenos a los capitalistas-propietarios

a Dividendos a pagar (por todos ellos, es decir, los del grupo y los de terceras personas)

a Reservas

mientras que las empresas del grupo que perciben parte de ellos por poseer acciones de otras afiliadas habrán hecho:

Dividendos a cobrar (bruto menos impuestos)

a Ingresos anticipados (si no se registra en el próximo período)

Resultados Compañías Subtenedoras

a Inversiones Control Acciones (dividendos brutos)

— ——añías Subtenedoras.

Pues bien, las reservas efectivas añadidas en el período son las que contabilizan cada una de las empresas del grupo en sus contabilidades, más los dividendos que se entregan entre ellas y que no van a salir del grupo, las cuales vienen representadas por las cuentas de ingresos anticipados. A efectos de calcular los recursos consolidados del grupo hay que incorporar estos dividendos intercompañías a los demás conceptos señalados. Esto equivaldría a hacer: Ingresos anticipados a Reservas.

Hay que tener cuidado, sin embargo, porque esos dividendos aparecerán dentro de los resultados de las empresas del grupo correspondientes al próximo período y, por tanto, habrá que eliminarlos en la consolidación siguiente con abono a las reservas del grupo. Suponiendo que los beneficios declarados del año t son B_M, B_1, $B_2,\ldots,B_n$ y que se declaran como dividendos las tasas d_M, d_1, $d_2,\ldots,d_n$ sobre las cifras de capital social C_k, $k=(1,2,\ldots,n,M)$ de tal manera que $d_kC_k \leqslant B_k$, los ingresos anticipados que hay que añadir a las reservas de este año y restarlos de los beneficios del siguiente serían:

Dividendos no [illegible] que cada compañía percibirá en el siguiente período de las demás firmas del grupo

---

$$E_M:\ t_{M1}\, d_1\, C_1(1-g_1)+t_{M2}\, d_2\, C_2(1-g_2)+\ldots+t_{Mn}d_nC_n(1-g_n)=\sum_{j=1}^{n} t_{Mj}d_jC_j$$

$$E_1:\ t_{1M}d_MC_M(1-g_M)+t_{12}d_2C_2(1-g_2)+\ldots+t_{1n}d_nC_n(1-g_n)=t_{1M}d_MC_M(1-g_M)+\sum_{j=1}^{n} t_{1j}d_jC_j(1-g_j)$$

$$E_2:\ t_{2M}d_MC_M(1-g_M)+t_{21}d_1C_1(1-g_1)+\ldots+t_{2n}d_nC_n(1-g_n)=t_{2M}d_MC_M(1-g_M)+\sum_{j=1}^{n} t_{2j}d_jC_j(1-g_j)$$

En: $t_{nM}d_M C_M(1-g_M)+t_{n1}d_1C_1(1-g_1)+\ldots\ldots=t_{nj}d_jC_j(1-g_j)+\sum_{j=1}^{n} t_{nj}d_jC_j(1-g_j)$

en las que las tasas g_i, i=(1,2,...n,M) representan las tasas de gravamen del impuesto sobre dividendos de las distintas empresas del grupo.

Una vez definidos los recursos financieros permanentes consolidados del período t pasamos a enumerar las fuentes de obtención de recursos para ampliar el grupo en el período próximo:

x_1= beneficios retenidos

x_2 = dotación a las amortizaciones

x_3 = dotación a las provisiones

x_4 = dotación por saneamiento de activos

x_5 = valor contable neto de las desinversiones de activos fijos

x_6 = recursos financieros permanentes ajenos

x_7 = recursos financieros propios o ampliación de capital en las empresas del grupo

x_8 = intereses minoritarios correspondientes a la ampliación de capital de las afiliadas suscrito por entes ajenos al grupo

Podemos representar los flujos financieros del grupo y de cada uno de sus miembros a través de la siguiente matriz:

.../...

	x_1	x_2	x_3	x_4	x_5	x_6	x_7	x_8
E_M	x_{M1}	x_{M2}	x_{M3}	x_{M4}	x_{M5}	x_{M6}	x_{M7}	---
E_1	x_{11}	x_{12}	x_{13}	x_{14}	x_{15}	x_{16}	$x_{17} \longrightarrow$	x_{17}
E_2	x_{21}	x_{22}	x_{23}	x_{24}	x_{25}	x_{26}	$x_{27} \dashrightarrow$	x_{27}
⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮	⋮
E_n	x_{n1}	x_{n2}	x_{n3}	x_{n4}	x_{n5}	x_{n6}	$x_{n7} \longrightarrow$	x_{n7}

Los beneficios netos esperados de la matriz y de las afiliadas en el período t + 1 son los siguientes:

$$E_M \quad B_M(1-A_M) = y_M + x_{M1} \qquad r'_M K_M^{(t+1)} \leq B_M \leq r''_M K_M^{(t+1)}$$

$$E_1 \quad B_1(1-A_1) = y_1 + x_{11} \qquad r'_1 K_1^{(t+1)} \leq B_1 \leq r''_1 K_1^{(t+1)}$$

$$E_2 \quad B_2(1-A_2) = y_2 + x_{21} \qquad r'_2 K_2^{(t+1)} \leq B_2 \leq r''_2 K_2^{(t+1)}$$

$$\cdots\cdots\cdots\cdots \qquad \cdots\cdots\cdots\cdots\cdots\cdots$$

$$E_n \quad B_n(1-A_n) = y_n + x_{n1} \qquad r'_n K_n^{(t+1)} \leq B_n \leq r''_n K_n^{(t+1)}.$$

siendo: $A_k = \sum_{i=1}^{s} \alpha_{ik}$, $k = (1,2,\ldots,n,M)$, en la que cada uno de los coeficientes α_i señala la tasa de participación en beneficios correspondientes a entes ajenos a los capitalistas-propietarios en las distintas unidades del grupo; ni que decir tiene que estos coeficientes pueden variar para cada empresa y todos ellos se suponen conocidos de antemano y se aplican sobre la cifra de beneficios de los capitalistas-propietarios declarados por cada empresa.

r'_k y r''_k, $k = (1,2,\ldots,n,M)$, son las tasas de rentabilidad netas mínimas y [illegible] exigidas a los recursos propios de las [illegible]

y_k, k = (1,2,...,n,M) los dividendos brutos totales a declarar por cada empresa en el período considerado. Supondremos que los dividendos se giran sobre el capital social existente al término del período t+1 con lo que: $y_k = d_k^{(t+1)} \; C_k^{(t+1)}$.

Supondremos también que no existen impuestos sobre los beneficios retenidos, pues no suele ser frecuente este hecho imponible dentro de muchos ordenamientos fiscales.

A partir de la serie de beneficios esperados de la matriz y de las afiliadas que declaran en sus respectivos estados de pérdidas y ganancias convencionales puede deducirse la serie de beneficios esperados de las distintas unidades del grupo que contribuyen a la composición de los resultados consolidados convencionales.

En términos generales, la aportación de cada empresa a los resultados convencionales consolidados estará formada por la cifra de beneficios convencionales declarados por cada unidad en el período, más o menos las eliminaciones derivadas de la consolidación que afecten a la cifra de resultados.

Respecto a este último punto, suponiendo que una empresa puede adquirir suministros de las demás con margen de ganancias para las vendedoras, habría que añadir a las cifras de beneficios declarados el margen de ganancias de las existencias iniciales correspondientes a empresas del grupo C_k^i que serían datos conocidos de antemano y restar el margen de las existencias finales previstas C_k^f. De otra parte, habría que restar los dividendos netos percibidos en el curso del período considerado de empresas del grupo, computados como ingresos del mismo por los distintos miembros del mismo, pero que a efectos de la consolidación del ejercici[illegible] excluidos dentro de los beneficios rete

nidos del grupo; estos dividendos serían igualmente datos conocidos. Así, pues, la cifra de resultados consolidados convencionales obedece a las siguientes expresiones:

$$B_M + (G_M^i - G_M^f) - \sum_{j=1}^{n} t_{Mj}\, d_j C_j (1-g_j)$$

$$B_1 + (G^i_1 - G_1^f) - \left[\sum_{j=1}^{n} t_{1j} d_j C_j (1-g_j) + t_{1M} d_M C_M (1-g_M) \right]$$

$$B_2 + (G_2^i - G_2^f) - \left[\sum_{j=1}^{n} t_{2j} d_j C_j (1-g_j) + t_{2M} d_M C_M (1-g_M) \right]$$

- -

$$B_n + (G_n^i - G_n^f) - \left[\sum_{j=1}^{n} t_{nj} d_j C_j (1-g_j) + t_{nM} d_M C_M (1-g_M) \right]$$

Resultados consolidados convencionales:

$$B_c^c = B_M + \sum_{j=1}^{n} B_j + (G_M^i - G_M^f) + \sum_{j=1}^{n} (G_j^i - G_j^f) - \left[\sum_{j=1}^{n} t_{Mj} d_j C_j (1-g_j) \right.$$

$$\left. + \sum t_{jM} d_M C_M (1-g_M) + \sum_{j=1}^{n} \sum_{k=1}^{n} t_{jk} d_k C_k (1-g_k) \right]$$

Para llegar a determinar la contribución de cada empresa del grupo en concepto de beneficios retenidos y evaluar, de esta forma la magnitud global de beneficios retenidos esperados por el grupo en el curso del ejercicio t+1 habría que deducir de las aportaciones respectivas a los resultados convencionales consolidados los pagos a partícipes ajenos a los capitalistas-propietarios y los dividendos totales brutos declarados, añadiendo finalmente los dividendos netos intercompañías correspondientes a las [redacted] grupo, relativos al período conside

rado, los cuales no supondrán salida de recursos del grupo y que constituirán ingresos en los estados financieros individuales del ejercicio t + 2, puesto que la diferencia entre dividendos brutos totales y dividendos netos percibidos por las compañías del grupo representan obviamente la salida de recursos a nivel de grupo por el concepto dividendos. Para simplificar, supondremos que los tantos de dominio intercompañías y las tasas impositivas sobre los dividendos se mantienen inalterados con respecto a los del ejercicio t. En estas condiciones resultará:

$$\left[B_M + (G_M^i - G_M^f) - \sum_{j=1}^{n} t_{Mj} d_j C_j (1-g_j)\right] - A_M B_M - y_M + \sum_{j=1}^{n} t_{Mj} y_j (1-g_j)$$

$$\left[B_1 + (G_1^i - G_1^f) - \sum_{j=1}^{n} t_{1j} d_j C_j (1-g_j) - t_{1M} d_M C_M (1-g_M)\right] - A_1 B_1 - y_1 +$$
$$+ \sum_{j=1}^{n} t_{1j} y_j (1-g_j) + t_{1M} y_M (1-g_M)$$

$$\left[B_2 + (G_2^i - G_2^f) - \sum_{j=1}^{n} t_{2j} d_j C_j (1-g_j) - t_{2M} d_M C_M (1-g_M)\right] - A_2 B_2 - y_2 +$$
$$+ \sum_{j=1}^{n} t_{2j} y_j (1-g_j) + t_{2M} y_M (1-g_M)$$

- -

$$\left[B_n + (G_n^i - G_n^f) - \sum_{j=1}^{n} t_{nj} d_j C_j (1-g_j) - t_{nM} d_M C_M (1-g_M)\right] - A_n B_n - y_n +$$
$$+ \sum_{j=1}^{n} t_{nj} y_j (1-g_j) + t_{nM} y_M (1-g_M)$$

o lo que es lo mismo:

$$x_{M1}(G_M^i-G_M^f) + \sum_{j=1}^{n} t_{Mj}(y_j-d_jC_j)(1-g_j)$$

$$x_{11}+(G_1^i-G_1^f)+\sum_{j=1}^{n} t_{1j}(y_j-d_jC_j)(1-g_j)+t_{1M}(y_M-d_MC_M)(1-g_M)$$

$$x_{21}+(G_2^i-G_2^f)+\sum_{j=1}^{n} t_{2j}(y_j-d_jC_j)(1-g_j)+t_{2M}(y_M-d_MC_M)(1-g_M)$$

- -

$$x_{n1}+(G_n^i-G_n^f)+\sum_{j=1}^{n} t_{nj}(y_j-d_jC_j)(1-g_j)+t_{nM}(y_M-d_MC_M)(1-g_M)$$

con lo que la cifra de beneficios retenidos consolidados ascendería a:

$$x_1=(x_{M1}+x_{11}+x_{21}+\ldots+x_{n1})+(G_M^i-G_M^f)+\sum_{j=1}^{n}(G_j^i-G_j^f)+\sum_{j=1}^{n} t_{Mj}(y_j-d_jC_j)(1-g_j)+$$

$$+\sum_{j=1}^{n} t_{jM}(y_M-d_MC_M)(1-g_M)+\sum_{j=1}^{n}\sum_{k=1}^{n} t_{kj}(y_j-d_jC_j)(1-g_j)$$

La recuperación de recursos líquidos a nivel del grupo para el período estudiado estará compuesto de las siguientes partidas para cada empresa:

<u>Dotación a las amortizaciones</u>

$$x_{M2}+x_{12}+x_{22}+\ldots+x_{M2}=x_2$$

Los activos fijos depreciables de cada empresa en el período t[illegible]ienden a:

$$F_M = \sum_{i=1}^{p} f_{iM};\quad F_1 = \sum_{i=1}^{q} f_{i1}\ ;\quad F_2 = \sum_{i=1}^{s} f_{i2},\ldots;\quad F_n = \sum_{i=1}^{u} f_{in}$$

Existen unos coeficiente mínimos W'_{ik} y máximos W_{ik} legales para cada uno de los distintos bienes de las distintas empresas del grupo. Por ello, las dotaciones por amortización oscilarán entre los siguientes límites:

$$E_M \qquad \sum_{i=1}^{p} W'_{iM}\ f_{iM} \leqslant x_{M2} \leqslant \sum_{i=1}^{p} W_{iM}\ f_{iM}$$

que puede substituirse, para simplificar la expresion, por sus coeficientes medios equivalentes W'_M y W_M aplicados sobre el volumen total de activos fijos depreciables F_M

$$E_M \qquad W'_M\ F_M \leqslant x_{M2} \leqslant W_M\ F_M$$

$$E_1 \qquad W'_1\ F_1 \leqslant x_{12} \leqslant W_1\ F_1$$

$$E_2 \qquad W'_2\ F_2 \leqslant x_{22} \leqslant W_2\ F_2$$

$$\vdots \qquad\quad \vdots \qquad\quad \vdots \qquad\quad \vdots$$

$$E_n \qquad W'_n\ F_n \leqslant x_{n2} \leqslant W_n\ F_n$$

con lo que las dotaciones a las amortizaciones del grupo vendrán representadas por:

$$W'_M\ F_M + \sum_{j=1}^{n} W'_j\ F_j \leqslant x_2 \leqslant W_M\ F_M + \sum_{j=1}^{n} W_j\ F_j$$

Dotación a las provisiones

$$x_{M3} + x_{13} + x_{23} + \ldots\ldots + x_{n3} = x_3$$

Se puede establecer, como restricción que las dotaciones por este concepto en cada empresa oscilen entre la cuota del último periodo P_K y un máximo que representen una tasa de crecimiento arbitraria h_j sobre dicha cuota. En suma, las dotaciones de cada unidad y del grupo vendrían representadas por:

E_M $\quad P_M \leq x_{M3} \leq P_M(1+h_M)$

E_1 $\quad P_1 \leq x_{13} \leq P_1(1+h_1)$

E_2 $\quad P_2 \leq x_{23} \leq P_2(1+h_2)$

$\vdots$ $\quad \vdots \quad \vdots \quad \vdots$

E_n $\quad P_n \leq x_{n3} \leq P_n(1+h_n)$

$$P_M + \sum_{j=1}^{n} P_j \leq x_3 \leq P_M(1+h_M) + \sum_{j=1}^{n} P_j(1+h_j)$$

Dotación por saneamiento de activos

$$x_{M4} + x_{14} + x_{24} + \ldots + x_{n4} = x_4$$

En general, toda empresa sigue unas pautas de saneamiento de activos ficticios, S_k con lo que se puede pronosticar a priori bastante bien la magnitud de estas cuotas, en forma análoga a lo re

ferido para las amortizaciones. Llamando v'_k y v_k los coeficientes medios equivalentes mínimos y máximos se llegaría a:

$$E_M \qquad v'_M S_M \leq x_{M4} \leq v_M S_M$$

$$E_1 \qquad v'_1 S_1 \leq x_{14} \leq v_1 S_1$$

$$E_2 \qquad v'_2 S_2 \leq x_{24} \leq v_2 S_2$$

$$\vdots \qquad \vdots \qquad \vdots \qquad \vdots$$

$$E_n \qquad v'_n S_n \leq x_{n4} \leq v_n S_n$$

$$v'_M S_M + \sum_{j=1}^{n} v_j S_j \leq x_4 \leq v_M S_M + \sum_{j=1}^{n} v_j S_j$$

Valor contable neto de las desinversiones de activos fijos

$$x_{15} + x_{15} + x_{25} + \ldots + x_{n5} = x_5$$

Este es un componente cuyo pronóstico resultará seguramente difícultoso. Uno de los motivos principales de obtención de recursos será probablemente la enajenación de activos fijos cuya vida útil técnica o económica se encuentre agotada. Respecto a esta partida quizás puedan existir algunos datos que sirvan de referencia cercana para establecer una cifra aproximada, pero será mucho más problemático disponer de pautas de evaluación aceptables para otros posibles canales integrados dentro de la misma rúbrica. No obstante, puede fijarse un coeficiente arbitrario a modo de ensayo, aunque cabe incluso prescindir de este concepto dentro de la planificación [illegible] salvo en circunstancias anormales, se-

rá más bien exigua en comparación con las demás fuentes de obtención de recursos financieros. En caso de introducirse esta variable en el plan, la cifra del último período incrementada en una cierta tasa podría servir tentativamente como restricción. En definitiva:

E_M $\quad V_M \leq x_{M5} \leq V_M(1+e_M)$

E_1 $\quad V_1 \leq x_{15} \leq V_1(1+e_1)$

E_2 $\quad V_2 \leq x_{25} \leq V_2(1+e_2)$

$\vdots$ $\quad \vdots \quad \vdots$

E_n $\quad V_n \leq x_{n5} \leq V_n(1+e_n)$

y para el grupo $V_M + \sum_{j=1}^{n} V_j \leq x_5 \leq V_M(1+e_M) + \sum_{j=1}^{n} V_j(1+e_j)$

En cuanto a los recursos permanentes de origen externo trataremos separadamente la colocación de activos financieros representativos de capitales a préstamo y de capitales aportados a título de propiedad.

El comercio de activos financieros corrientes a deuda a largo plazo debe tener en cuenta las dos corrientes de captación de nuevos recursos y de reembolso de deudas en vigor. Por consiguiente, en principio, x_6 puede tener signo positivo o negativo según cual sea el efecto neto de las dos corrientes indicadas. Sin embargo, un grupo de empresas en crecimiento debe aspirar a que la contribución al beneficio generado por este concepto sea positiva, aunque nada más sea que por conservar una estructura financiera autónoma respecto a los recursos financieros añadidos.

Por otro lado, hay que tener presente que las empresas del grupo pueden poseer todo o parte de los empréstitos o prestamos vigentes de otras compañías del grupo, por lo que las devoluciones de capitales que correspondan a participaciones intercompañías no son salidas de recursos, debiendo considerarse, bien como un flujo negativo de la firma prestataria junto con un flujo positivo para la prestamista, bien deduciendo como reembolsos de las respectivas empresas los capitales devueltos únicamente a entes ajenos al grupo, sin que la entidad perceptora del reembolso aminda en su cuenta de activos financieros la recuperación de los capitales recuperados. En nuestro caso, optaremos por el criterio mencionado en primer lugar. Advertimos también de paso que la formula de reembolso que se aplique puede deparar un mayor o menor grado de aleatoriedad en cuanto a las obligaciones concretas que se amortizan; a los efectos que nos ocupan, supondremos proporcional entre los títulos de cada tenedor y la cuota de amortización correspondiente al período estudiado. Finalmente, la cuantía de los reembolsos de cada empresa del grupo que cuenta con deuda a largo plazo durante el próximo período será perfectamente conocida por responder a un plan de amortización concertado de antemano.

En lo que respecta a nuevas emisiones puede establecerse la hipótesis de que las demás empresas del grupo suscriben o no parte de las mismas. Para nuestros efectos, preferimos representar únicamente como flujos positivos las cantidades colocadas fuera del grupo. Según este criterio, los flujos positivos considerados no representarían el importe de las emisiones a realizar, así como tampoco se computarían los flujos negativos originados en las firmas suscriptoras del grupo. La determinación de las suscripciones intercompañías sería una decisión posterior al cálculo de los recursos disponibles para la expansión del grupo, formando parte de

las operaciones de asignación interna de capitales entre sus miembros en función de las necesidades financieras respectivas que requiera el equilibrio de cada una de ellas y en función a las decisiones de inversión seleccionadas.

En consecuencia, las aportaciones de recursos por dicho concepto para cada empresa del grupo vendrán reflejadas de la siguiente manera:

$$E_M \qquad x_{M6}=(x'_{M6}-x''_{M6}) + \sum_{j=1}^{n} x''_{j6}\, t'_{Mj}$$

$$E_1 \qquad x_{16}=(x'_{16}-x''_{16}) + \sum_{j=1}^{n} x''_{16}\, t'_{1j} + x''_{M6}\, t'_{1M}$$

$$E_2 \qquad x_{26}=(x'_{26}-x''_{26}) + \sum_{j=1}^{n} x''_{j6}\, t'_{2j} + x''_{M6}\, t'_{2M}$$

$$\vdots \qquad\qquad \vdots \qquad\qquad \vdots$$

$$E_n \qquad x_{n6}=(x'_{n6}-x''_{n6}) + \sum_{j=1}^{n} x''_{j6}\, t'_{nj} + x''_{M6}\, t'_{nM}$$

Con lo que los recursos ajenos totales a nivel del grupo quedarían representados por:

$$x_6=\left[x'_{M6}+\sum_{j=1}^{n} x'_{j6}\right]-x''_{M6}\left(1-\sum_{j=1}^{n} t'_{jM}\right)-\sum_{j=1}^{n} x''_{j6}\left[1-\left(t'_{Mj}+\sum_{k=1}^{n} t'_{kj}\right)\right]$$

teniendo en cuenta que las x'_{i6} para $i=(1,\ldots,n,M)$ representan los importes correspondientes a emisiones de deuda a largo plazo colocadas entre personas ajenas al grupo por cada una de las empresas del mismo, mientras que las x''_{i6} representan las cifras de reembolso de deuda a largo en vigor tanto a terceros ajenos como a los propios miembros del grupo. Observando la última expresión vemos que los recursos netos captados por el grupo representan la diferencia entre nuevos reembolsos a terceras personas; finan-

mente. dado que los reembolsos serán conocidos de antemano, las emisiones totales a colocar fuera del grupo quedarían automáticamente determinadas.

Con relación a los recursos dimanantes del comercio de acciones de las compañías del grupo debemos separar la ampliación de capital de la central, de las ampliaciones de las afiliadas. En todos los casos, partiremos de la hipótesis de que no existirán reducciones de capital, hipótesis bastante verosímil para un grupo expansivo, así como que los coeficientes intercompañías de participación en los capitales sociales respectivos se mantienen iguales a los existentes al cierre del período previo, hipótesis ésta más restrictiva pero que facilita la exposición. En principio, no se tendrán en cuenta tampoco las posibles absorciones o tomas de control de otras empresas en funcionamiento ajenas al grupo a lo largo del ejercicio estudiado, supuesto que también afecta a los recursos permanentes ajenos, en cuanto que estas operaciones pueden representar una incorporación automática de recursos.

Los recursos procedentes de la emisión de nuevas acciones serán la suma de las colocadas entre el público más las que suscriben las propias compañías del grupo entre sí. A efectos del grupo hay que tener en cuenta únicamente los recursos netos, por lo que habrá que excluir las suscripciones entre compañías. Teniendo en cuenta esta premisa, resultan las siguientes expresiones:

$$E_M \qquad x_{M7} = x'_{M7} - x'_{M7} \sum_{j=1}^{n} t_{jM}$$

$$E_1 \qquad x_{17} = x'_{17} - (t_{M1} + \sum_{j=1}^{n} t_{j1})\, x'_{17}$$

$$E_2 \qquad x_{27} = x'_{27} - (t_{M2} + \sum_{j=1}^{n} t_{j2})\, x'_{27}$$

. . . .

$E_n \qquad x_n$ [illegible] $_{jn})\ x'_{n7}$

Los recursos propios netos aportados al grupo pueden considerarse integrados por los de la matriz a los que denominaremos $x_7 = x_{M7}$ y los correspondientes a los accionistas minoritarios de las empresas afiliadas:

$$x_8 = \sum_{j=1}^{n} x_{j7} = \sum_{j=1}^{n} x'_{j7} - \left[\sum_{j=1}^{n} t_{Mj}\, x'_{j7} + \sum_{j=1}^{n} \sum_{k=1}^{n} t_{jk}\, x'_{k7} \right]$$

Esta distinción es meramente convencional desde el punto de vista de los administradores que gobiernan el grupo, ya que tanto los recursos de los accionistas de la matriz como los de empresas del grupo sirven los intereses y aspiraciones del estamento directivo que controla las decisiones. No obstante, esta separación formal puede mantenerse a efectos de la presentación del modelo de planificación de los recursos permanentes a añadir en el curso del período siguiente.

Cumplida esta descripción preliminar hay que pasar a esbozar el planteamiento del modelo de planificación para el próximo período. Cabe operar de dos modos distintos. 1º) planificar a nivel del grupo los valores de las magnitudes globales $(x_1, x_2, \ldots, x_8)$ estableciendo unas determinadas restricciones a ese nivel; 2º) planificar cada una de las $k = (1,2,\ldots,n,M)$ empresas del grupo sus propios modelos de comportamiento dentro del cuadro de sus restricciones específicas respectivas, con lo que los valores de las magnitudes globales serían meros agregados de cantidades individuales, sin que existiera una coordinación integral. En el primer caso, podemos encontrar una solución que genere unos determinados valores para cada una de las magnitudes globales, más a continuación sería preciso asignar cuotas a cada una de las empresas del grupo. En el segundo, cada unidad del grupo planifica su actuación en su área respectiva, sin tener para nada en cuenta la visión global del gru

po, con lo que la cuantía de las distintas magnitudes globales de recursos financieros sería un simple agregado de cuotas individuales, pero sin que sea el resultado de un proceso coordinado y racionalmente concebido.

Vamos a utilizar el primer procedimiento para la descripción somera del modelo de planificación del beneficio gerencial satisfactorio a nivel del grupo en conjunto, esto es, un modelo que permita definir los valores de las variables consolidadas del beneficio gerencial para el próximo período, utilizando para ello la técnica de la programación por objetivos.

A este respecto, supondremos convencionalmente que los componentes de la unidad central de decisión del grupo se plantean dos metas esenciales a cubrir para el próximo periodo. De un lado, desean que el volumen de recursos financieros permanentes que maneja el grupo al cierre de dicho período experimente una tasa de crecimiento que aquéllos consideran satisfactoria con relación a los recursos consolidados de partida del grupo. De otro lado, supondremos que los dirigentes del grupo desean que la aportación por beneficios retenidos represente un determinado porcentaje del incremento satisfactorio deseado de los recursos financieros permanentes totales. Al mismo tiempo, supondremos que la primera de las dos metas enunciadas tiene prioridad absoluta sobre la segunda que es de rango inferior y asimismo supondremos que los dirigentes se muestran indiferentes ante los excesos de recursos globales resultantes con respecto a la cifra preestablecida de incremento satisfactorio de los recursos del grupo, más no ocurre lo mismo con las posibles desviaciones negativas; en cuanto a los beneficios consolidados retenidos supondremos que tanto los superávits como los déficits con respecto a la meta satisfactoria propuesta son igualmente valorados por la unidad central de decisión.

Denominando R^c los recursos globales del grupo al comienzo del período considerado y λ la tasa de incremento satisfactorio de éstos, mientras que π representa la tasa que del incremento de los recursos totales se desea que sean aportados en concepto de beneficios retenidos consolidados y llamando y_1^+ e y_1^- las desviaciones positivas y negativas respecto a la meta preferente e y_2^+ e y_2^- respecto a la meta de segundo plano, la función-objetivo a nivel global se representaría así:

$$\text{Minimizar} \quad D\,y_1^- + 0.\,y_1^+ + E\,y_2^- + E\,y_2^+$$

en la que D y E representan las ponderaciones asignadas a la meta preferente y a la de inferior jerarquía respectivamente, razón por la cual $D \ggg E$, esto es, D debe ser siempre mayor que E. Puede observarse que la ponderación de las desviaciones positivas de la meta más preciada es nula, lo que indica que la superación de la cota satisfactoria predeterminada (expansión de los recursos totales del grupo tiene el mismo interés para los dirigentes que la cobertura exacta del objetivo trazado; por lo tanto, $0.y_1^+$ sobra en la función-objetivo.

Las restricciones inherentes a las metas enunciadas adoptarían esta forma:

Meta de recursos totales $\quad x_1+x_2+x_3+x_4+x_5+x_6+x_7+x_8-y_1^++y_1^- = \lambda\, R^c$

Meta de beneficios retenidos consolidados $\quad x_1 - y_2^+ + y_2^- = \pi\lambda\, R^c$

Condiciones de no negatividad $\quad x_i \geqslant 0 \qquad i = (1,2,\ldots,8)$

$\qquad\qquad\qquad\qquad\qquad\quad y_j^+,\ y_j^- \geqslant 0 \quad j = (1,2)$

Faltan por definir las restricciones propiamente dichas del problema, a las que se acaban de exponer. En es

te sentido, explicitaremos algunas de las que, a nuestro juicio, constituirían las condicionantes normales que inciden sobre la gestión del grupo de empresas.

1ª) Restricciones en cuanto a la rentabilidad neta convencional de los recursos propios consolidados.

Una primera restricción podría consistir en que la cifra de resultados consolidados convencionales menos las cantidades satisfechas a los partícipes ajenos a los capitalistas-propietarios en todas las firmas del grupo oscilen entre una tasa mínima r' y una tasa máxima r" con respecto a los recursos propios consolidados, constituidos como se sabe por el capital social de la matriz y el de las afiliadas (intereses minoritarios) que no corresponde a compañías del grupo, más las reservas acumuladas del grupo que vendrán definidas en la forma anteriormente comentada. La determinación de las tasas mínimas y máximas no es enteramente arbitraria, ya que se contará con la experiencia pasada del grupo y de otros similares que operan en un medio ambiente parecido, contando con que las grandes empresas merced a su control de los mercados pueden fijar una tasa de beneficios satisfactorios convencionales como objetivo de su gestión, ya que pueden elaborar dentro de ciertos límites sus catálogos de precios compatibles con dicha base para unos presupuestos de costes determinados.

Llamando $K^c = C^c + IM + A^c$, a las magnitudes o valoraciones de recursos propios constituídos por el capital social (de la matriz menos participaciones en él de otras firmas del grupo), intereses minoritarios y beneficios retenidos se llega a estas restricciones:

$$\left[(C^c+x_7) + (IM+x_8)+(A^c+x_1)\right] r' \leqslant B^c \leqslant \left[(C^c+x_7)+(IM+x_8)+(A^c+x_1)\right] r''$$

y si tenemos en cuenta que los resultados consolidados convencionales menos las cuotas de partícipes ajenos se corresponden con la cifra de beneficios retenidos consolidados más los dividendos satisfechos a entes ajenos al grupo, es decir: $B^c = x_1 + y^c$ se llega a estas expresiones de las restricciones anteriores:

$$-(1-r')x_1+r'x_7+r'x_8 \leq y^c-(C^c+I_L+A^c)r' \quad \text{tasa mínima}$$

$$-(1-r'')x_1+r''x_7+r''x_8 \geq y^c-(C^c+I_L+A^c)r'' \quad \text{tasa máxima}$$

en las cuales queda por determinar el valor de los dividendos satisfechos a entes ajenos al grupo para que las restricciones puedan introducirse efectivamente en el modelo.

2ª) Restricción en cuanto a los dividendos satisfechos a entes ajenos al grupo.

Hay que dar paso, por tanto, a una restricción que afecte a la magnitud de los dividendos a satisfacer a terceras personas. Esta restricción será formulada en términos de igualdad para que pueda substituirse en las restricciones expresadas en último lugar. Se puede poner como condición que las sociedades participadas del grupo mantengan la misma política de dividendos seguida por cada una de ellas en el ejercicio anterior, aplicándose los cálculos sobre las cifras finales de capital social de aquéllas. Esta hipótesis es bastante verosímil, ya que suele ser habitual la práctica de políticas de dividendos estables.

El volumen total de dividendos satisfechos a entes ajenos al grupo correspondientes al último ejercicio será un dato conocido Z, cuyo equivalente vendrá representado por la suma de los dividendos brutos declarados por todas las empresas del grupo que se entreguen a los socios de las mismas que no sean miembros del mismo, más los impuestos sobre dividendos corres-

pondientes a las acciones pertenecientes a dichos miembros, puesto que suponen erogaciones de recursos para el grupo. En definitiva, el equivalente total del concepto que estamos comentando vendrá representado por la suma de las siguientes expresiones:

$$E_M \quad \left[1-\sum_{j=1}^{n} t_{jM}\right] C_M d_M + d_M C_M g_M \sum_{j=1}^{n} t_{jM} = d_M C_M \left[1-(1-g_M)\sum_{j=1}^{n} t_{jM}\right]$$

$$E_1 \quad \left[1-(t_{M1}+\sum_{j=1}^{n} t_{j1})\right] C_1 d_1 + d_1 C_1 g_1 (t_{M1}+\sum_{j=1}^{n} t_{j1}) =$$

$$= d_1 C_1 \left[1-(1-g_1)(t_{M1}+\sum_{j=1}^{n} t_{j1})\right]$$

$$E_2 \quad \left[1-(t_{M2}+\sum_{j=1}^{n} t_{j2})\right] C_2 d_2 + d_2 C_2 g_2 (t_{M2}+\sum_{j=1}^{n} t_{j2}) =$$

$$= d_2 C_2 \left[1-(1-g_2)(t_{M2}+\sum_{j=1}^{n} t_{j2})\right]$$

. . . . . .

$$E_n \quad \left[1-(t_{Mn}+\sum_{j=1}^{n} t_{jn})\right] C_n d_n + d_n C_n g_n (t_{Mn}+\sum_{j=1}^{n} t_{jn}) =$$

$$= d_n C_n \left[1-(1-g_n)(t_{Mn}+\sum_{j=1}^{n} t_{jn})\right]$$

El importe de los dividendos a satisfacer a otros agentes al grupo en el curso del período siguiente, suponiendo que se mantienen las mismas tasas de pagos, los mismos coeficientes de participación intercompañías en el capital social y las mismas tarifas tributarias sobre los dividendos vendría determinado de la siguiente manera:

$$E_M: \left[1-\sum_{j=1}^{n} t_{jM}\right](c_M+x'_{M7})d_M+d_M(c_M+x'_{M7})\sum_{j=1}^{n} t_{j} = d_1 c_1\left[1-(1-\varepsilon_1)\sum_{j=1}^{n} t_{jM}\right]+$$

$$+\frac{d_M\, x_{M7}}{(1-\sum_{j=1}^{n} t_{jM})}\left[1-(1-\varepsilon_M)\sum_{j=1}^{n} t_{j}\right]$$

$$E_1: \left[1-t_{M1}+\sum_{j=1}^{n} t_{j1}\right](c_1+x'_{17})d_1+d_1(c_1+x'_{17})\sum_{j=1}^{n} t_{j} =$$

$$=d_1 c_1\left[1-(1-\varepsilon_1)(t_{M1}+\sum_{j=1}^{n} t_{j1})\right]+$$

$$+\frac{d_1\, x_{17}}{1-(t_{M1}+\sum_{j=1}^{n} t_{j1})}\left[1-(1-\varepsilon_1)(t_{M1}+\sum_{j=1}^{n} t_{j1})\right]$$

$$E_2: \left[1-(t_{M2}+\sum_{j=1}^{n} t_{j2})\right](c_2+x'_{27})d_2+d_2(c_2+x'_{27})\sum_{j=1}^{n} t_{j} =$$

$$=d_2 c_2\left[1-(1-\varepsilon_2)(t_{M2}+\sum_{j=1}^{n} t_{j2})\right]+$$

. . . . . .

$$E_n: \left[1-(t_{Mn}+\sum_{j=1}^{n} t_{jn})\right](c_n+x'_{n7})d_n+d_n(c_n+x'_{n7})\sum_{j=1}^{n} t_{j} =$$

$$=d_n c_n\left[1-(1-\varepsilon_n)(t_{Mn}+\sum_{j=1}^{n} t_{jn})\right]+\frac{d_n\, x'_{n7}}{1-(t_{Mn}+\sum_{j=1}^{n} t_{jn})}\left[1-(1-\varepsilon_n)(t_{Mn}+\sum_{j=1}^{n} t_{jn})\right]$$

Sumando e[illegible] que la suma de los primeros miem-

bros de las mismas equivale a los dividendos satisfechos a entes ajenos en el último período, mientras que la de los segundos miembros representa los dividendos adicionales a satisfacer como consecuencia de las ampliaciones de capital a llevar a cabo por los componentes del grupo. No obstante, es preciso añadir un supuesto más para que la expresión de y^c pueda ser operativa, esto es, que venga expresada en términos de x_7 y x_8. Para ello, hay que introducir un determinado supuesto en cuanto a la estructura [illegible] de los intereses minoritarios adicionales captados entre las distintas afiliadas; la composición puede obedecer a una determinada elección directiva, en cuyo caso, se substituirían las variables x_{i7}, $i = (1,2,\ldots,n)$ en función del coeficiente de participación elegido para cada una $\gamma_i x_8$, de tal manera que $\sum_{i=1}^{n} \gamma_i = 1$, o bien puede suponerse que se mantiene la misma estructura [illegible] al término del último período, en cuyo caso, se substituiría [illegible] x_{i7} por $IM_i/IM \cdot x_8$, siendo $IM_i = \left[1-(t_{Mi} + \sum_{j=1}^{n} t_{ji})\right]^c$ [illegible] los intereses minoritarios de la empresa i. [illegible] segundo supuesto, se llegaría a la siguiente expresión de y^c

$$y^c = Z + \frac{d_M\left[1-(1-g_M)\sum_{j=1}^{n} t_{jM}\right]}{1-\sum_{j=1}^{n} t_{jM}} \cdot \frac{d_1\left[1-(1-g_1)(t_{M1}+\sum_{j=1}^{n} t_{j1})\right] IM_1}{\left[1-(t_{M1}+\sum_{j=1}^{n} t_{j1})\right] IM} x_8 + \ldots$$

$$\ldots\ldots + \frac{d_n\left[1-(1-g_n)(t_{Mn}+\sum_{j=1}^{n} t_{jn})\right] IM_n}{\left[1-(t_{Mn}+\sum_{j=1}^{n} t_{jn})\right] IM} x_8$$

en la que sacando factor común a x_8 y denominando resumidamente Ψ_2 a la suma de coeficientes correspondiente esta variable y Ψ_1 al coeficiente abreviado de x_7 se llega a esta expresión:

$$y^c = Z + \Psi'_1 x_7 + \Psi'_2 x_8$$

y substituyendo y^c en las r[illegible] de las t[illegible] mínimas y máxim[illegible] se llegaría a est[illegible] definitivas:

$$-(1-r')x_1+(r'-\Psi'_1)x_7+(r'-\Psi'_2)x_8 \leq Z-(C^c+M+A^c)r' \text{ [illegible] mínima}$$

$$-(1-r'')x_1+(r''-\Psi'_1)x_7+(r''-\Psi'_2)x_8 \geq Z-(C^c+M+A^c)r'' \text{ [illegible] máxima}$$

3ª) Restricciones en cuanto a dotación a las amortizaciones, provisiones, saneamiento de activos y valor neto contable de las desinversiones de activos fijos.

En cuanto a las [illegible], éstas se moverán en torno a unos topes mínimos y [illegible], ya que la mayor parte de los ordenamientos [illegible] unas escalas mínimas y máximas [illegible] de los activos fijos. En honor a la [illegible] este concepto no quedan [illegible] de dichos ordenamientos, pero [illegible] discrecionales [illegible] debe resolver el órgano decisor, [illegible] ser corriente también que [illegible] una gama mayor de procedi[illegible] les de amortización, [illegible], etc.), [illegible] lo que la fijación de las bo[illegible] carácter automático y exógeno, sino [illegible] preferencias subjetivas de la unidad de decisión.

Las restricciones [illegible] ción tendrían la siguiente disposición, [illegible] relieve en líneas anteriores:

$$x_2 \geqslant W'_1 P_1 + \sum_{j=1}^{n} W'_j P_j$$

$$x_2 \leqslant W_1 P_1 + \sum_{j=1}^{n} W_j P_j$$

Para [illegible]
se unos topes [illegible]
tada, es decir, que [illegible]
diese con la cuota [illegible]
viese representad[illegible]
porcentaje que [illegible]
miento observado [illegible]
Así, pues, [illegible]
adoptar [illegible]

$$x_3 \geqslant P_1 + \sum_{j=2}^{n} P_j$$

$$x_3 \leqslant P_1(1+h_1) + \sum_{j=2}^{n} P_j(1+h_j)$$

[illegible] de
activos [illegible] a
las amortizaciones [illegible]
vos. De acuerdo con la [illegible],
las restricciones serían [illegible]

$$x_4 \geqslant v'_1 S_1 + \sum_{j=1}^{n} v'_j S_j$$

$$x_4 \leqslant v_1 S_1 + \sum_{j=1}^{n} v_j S_j$$

La evaluación de los límites del valor contable neto de las desinversiones de activos fijos es harto problemática, según tuvimos ocasión de comentar de pasada en líneas precedentes. La cifra del último período y un incremento de esta cifra en base a la experiencia pasada pueden servir de límite mínimo y máximo respectivamente de esta fuente de recuperación de recursos líquidos, aunque es innegable que el tope de estas restricciones puede obedecer a otra pauta cualesquiera, más o menos arbitraria, escogida por la unidad central de decisión. En base a ello, las restricciones podrían adquirir aproximadamente esta disposición:

$$x_5 \geq V_M + \sum_{j=1}^{n} V_j \qquad \text{cota mínima}$$

$$x_5 \leq V_M(1+e_n) + \sum_{j=1}^{n} V_j(1+e_j) \qquad \text{cota máxima}$$

4ª) Restricciones en cuanto a la relación recursos ajenos/recursos propios del grupo.

No es improbable que la unidad central de decisión del grupo tenga interés en no traspasar [illegible] niveles mínimo y máximo en cuanto al coeficiente de endeudamiento, [illegible] recursos ajenos, la deuda a largo plazo [illegible] personas y, como recursos propios, el capital [illegible], los intereses minoritarios y las reservas acumuladas en sus cuentas.

Hay varias razones que respaldan la necesidad de salvaguardar estos topes en cuanto a la estructura financiera del grupo. Puede afirmarse en general, que un mayor coeficiente de endeudamiento implica mayores tensiones financieras por causa de los reembolsos de la deuda, pero al mismo tiempo como la retribución

de los recursos ajenos suele ser inferior a la de los recursos - propios, el volumen de beneficios retenidos es superior. En estas condiciones, no es extraña la existencia de los niveles mínimo y máximo del coeficiente de endeudamiento que representarían - las opciones extremas en cuanto a holgura financiera y beneficios retenidos por parte de la unidad central de decisión.

Supongamos que el consejo directivo del grupo estima - que el último coeficiente de endeudamiento resulta muy bajo a la vista de las circunstancias [illegible] por las que atraviesa el - mercado de capitales en cuanto a la obtención de recursos ajenos, por lo que desea superar [illegible] valor de dicho coeficiente, sin traspasar [illegible] un valor [illegible] superior, por supuesto, al [illegible] último ejercicio concluido. [illegible] en este caso, esta forma:

$$\frac{D^c + x_6}{C^c + II + A^c + x_7 + x_8} \geq \frac{D^c}{C^c + II + A^c}$$ cota mínima

$$-(C^c + II + A^c)\,x_6 + D^c\,x_7 + D^c\,x_8 \leq 0$$

$$\frac{D^c + x_6}{C^c + II + A^c + x_7 + x_8} \leq \nu$$ cota máxima

$$x_6 - \nu x_7 - \nu x_8 + \left[D^c - \nu(C^c + II + A^c)\right] \leq 0$$

5ª) Restricciones en cuanto a la [illegible] de los recursos propios.

Una posible restricción [illegible] en cuanto a la [illegible]ción de recursos propios mediante la [illegible] de circulación de nuevas acciones por parte de las [illegible] y de la [illegible]. - Supongamos, por ejemplo, que la unidad central de decisión estima

que es preciso forzar el ritmo de colocación de acciones en las afiliadas en comparación con el ritmo de la matriz, dadas las perspectivas de todo tipo existentes en favor de este objetivo. - La restricción inherente a este supuesto se enunciaría así:

$$\frac{x_8}{x_7} \geqslant \frac{IM}{C^c}$$

o lo que es lo mismo:

$$IM\, x_7 - C^c\, x_8 \leqslant 0$$

Otra restricción [illegible] de los recursos propios del grupo podría consistir en [illegible] de las reservas acumuladas en relación con [illegible] del social del grupo (de la matriz e [illegible]). En defensa de esta restricción podría argüirse [illegible] coincidencia del consejo directivo en cuanto a [illegible] grupo, ya que recurrir a ampliaciones [illegible] puede requerir concesiones [illegible] de parte de los [illegible]; como contrapartida negativa, la reducción porcentual de la colocación de acciones dentro del proceso [illegible] las posibilidades de [illegible] la oportunidad del tipo de restricción indicada, [illegible] la siguiente forma:

$$\frac{C^c + IM + A^c + x_1 + x_7 + x_8}{C^c + IM + x_7 + x_8} \geqslant \frac{C^c + IM + A^c}{C^c + IM}$$

o lo que es lo mismo:

$$-(C^c + IM)\, x_1 + A^c\, x_7 + A^c\, x_8 \leqslant 0$$

Un modo alternativo de enfocar la restricción concernien

te a la composición entre recursos propios y capital social del grupo, consistiría en definir unos topes mínimo y máximo de composición entre los recursos generados en el período estudiado por vía de beneficios retenidos y por colocación de nuevas acciones. Denominando φ' y φ los valores mínimo y máximo del coeficiente $x_1/(x_7 + x_8)$, la restricción podría expresarse así:

$$\frac{x_1}{x_7 + x_8} \geq \varphi' \qquad \text{cota mínima}$$

$$-x_1 + \varphi' x_7 + \varphi' x_8 \leq 0$$

$$\frac{x_1}{x_7 + x_8} \leq \varphi \qquad \text{cota máxima}$$

$$x_1 - \varphi x_7 - \varphi x_8 \leq 0$$

6ª) Restricción en cuanto a la [illegible] de recursos de procedencia interna y de [illegible].

Suele con frecuencia [illegible] que [illegible] de la gran empresa tiende progresivamente a [illegible] recursos autogenerados por la misma ([illegible]) [illegible] con las aportaciones de origen externo derivadas de la colocación de activos financieros ([illegible]). Se argumenta que esta conducta contribuye a [illegible] del consejo directivo profesional, dando un carácter [illegible] y autónomo al proceso de crecimiento de la empresa. [illegible] esto equivale a sostener que la pieza clave del crecimiento es la cifra de autofinanciación bruta, mientras que las colocaciones de activos financieros tienen carácter complementario o representan contribuciones residuales al crecimiento. [illegible] vamos a [illegible] discutir --

aquí si esta hipótesis tiene validez universal o no ante los múltiples casos y circunstancias que pueden darse en la práctica, sino más bien a intentar describir una restricción emanada de dicho supuesto de partida. Debemos advertir, sin embargo, que la restricción seguiría en pié, aunque con una configuración distinta en cuanto al signo de la misma, en el supuesto contrario de que los dirigentes estuviesen empeñados, por los motivos que fueran, en otorgar un mayor peso a las colocaciones de activos financieros que a la autofinanciación bruta en comparación con los períodos precedentes. Volviendo al supuesto de independencia progresiva del crecimiento, la restricción podría enunciarse en el sentido de que el coeficiente entre recursos internos y recursos externos fuera como mínimo igual al último coeficiente real conocido de esta especie σ. En suma:

$$\frac{x_1 + x_2 + x_3 + x_4 + x_5}{x_6 + x_7 + x_8} \geq \sigma$$

Evidentemente, podrían enunciarse otras varias restricciones más, como, por ejemplo, la proporción existente entre beneficios retenidos y recuperación de recursos [illegible], etc. más estimamos que con la enumeración formulada es suficiente para dar una idea bastante completa del problema que nos ocupa. Las circunstancias reales de presentación [illegible] se encargarán de sugerir a los responsables de elaborar el plan de acción, qué restricciones deben añadirse, cuáles deben excluirse y qué valores deben asignarse a las restricciones convenientes.

Falta por añadir una observación obvia en lo relativo a las restricciones expuestas y es la necesidad imprescindible de que no existan incompatibilidades o incongruencias entre las que se formulen como condicionantes del problema. Naturalmente, no tie

ne sentido introducir restricciones que se contradicen entre sí, ya que el problema se tornaría insoluble.

Expuesto el modelo y sus restricciones pertinentes, la aplicación de un algoritmo hacia una de resolución de programas lineales proporcionaría los valores de las variables x_j y de las desviaciones y_i^+ é y_i^- de la solución o soluciones óptimas que resulten para el problema. A continuación vendría el aspecto crucial - de distribución de los distintos valores hallados de las variables entre las distintas unidades empresariales que forman el grupo, esto es, la asignación de cuotas que se les fija con objetivo respecto a cada una de las fuentes enumeradas de obtención de recursos financieros permanentes y asimismo se pondría en marcha un - proceso de elaboración de objetivos rápidos por parte de las diversas unidades del grupo en base a modelos similares, aunque incorporando como restricciones los condicionantes específicos que afectan a cada una de ellas y no estaban incluidos en el modelo global, objetivos que serían remitidos a la unidad central de decisión, con el fin de que ésta revisase y perfeccionase la asignación provisional efectuada de objetivos individuales, generándose de esta forma un mecanismo de interacción que llevaría a encontrar una solución final que armonizase y coordinase las pretensiones globales de la unidad central con las condiciones particulares con que se encuentran las unidades del grupo para la consecución de los objetivos finales propuestos. No vamos a abordar el tratamiento de estos sugestivos temas, ya que su complejidad y extensión dan pié perfectamente para la elaboración de trabajos profundos, única vía para llegar a una aportación meritoria sobre el particular. (77)

Como puede apreciarse, el modelo de planificación que hemos [redacted] determinar exclusivamente el volumen de

recursos financieros permanentes globales a disposición del grupo, estableciendo asimismo las cuotas respectivas que convendría aportar a todas y cada una de las empresas que componen el mismo, es decir, no entra para nada en el problema de la inversión o empleo de los recursos disponibles. Es evidente que una vez resuelto el problema de los medios financieros, los servicios encargados de la selección de los proyectos de inversión, dependientes de la unidad central, decidirían el programa de inversiones a realizar con los recursos no comprometidos o vinculados a proyectos en marcha, sirviéndose para ello de los criterios, técnicas de selección pertinentes y utilizando una terminología de intercomunicación parecida al que hemos apuntado anteriormente en el párrafo anterior. Una vez confeccionado el programa global de inversiones, se articularía el programa de movimientos internos de recursos entre las unidades con superávit financiero y las unidades con déficit, en relación con los proyectos de inversión que les hayan asignado y a la vista de los cuotas de recursos disponibles, decidiéndose simultáneamente las fórmulas jurídicas concurrentes que deberían revestir las diferentes operaciones financieras intergrupales.

4.- Comportamiento financiero gerencial ante el crecimiento externo diversificado.-

Reafirmada ya la supremacía del crecimiento de dimension dentro del cuadro de aspiraciones preferentes de los altos dirigentes que encabezan la gestión de la gran empresa moderna, hay que volver a constatar que pueden distinguirse dos tipos de crecimiento, los cuales pueden coexistir simultaneamente dentro de una misma unidad productiva. Asi, se habla de crecimiento interno y externo, según que los recursos financieros permanentes adicionales se empleen en inversiones autónomamente diseñadas desde dentro de la propia compañía, o bien que las inversiones puedan concretarse en la adquisición total o parcial de empresas en funcionamiento. En ambos casos, el crecimiento puede adoptar la forma horizontal, vertical o conglomerada, según que las nuevas inversiones consistan en actividades similares a las que tradicionalmente viene explotando la compañía, o bien que se trate de actividades ligadas a las explotaciones habituales constituyendo fases anteriores o posteriores de éstas, o bien que exista una auténtica diversificación de industrias o productos, si bien lo más corriente es que el presupuesto de capital de cualquier gran empresa incluya inversiones a todos los tipos indicados.

Sin embargo, en la actual etapa del capitalismo de base cuasimonopolista cobran especial relevancia, dentro del crecimiento de las grandes compañías, la expansión de tipo externo y la diversificación acentuada de las actividades desempeñadas por aquéllas, por lo que conviene referirse con algun detenimiento a estos hechos que configuran en parte el comportamiento eminentemente financiero de los consejos directivos de tales unidades economicas.

Determinados estudios empíricos sugieren que cuando la expansion de la gran empresa se inclina preferentemente hacia la figura del conglomerado de actividades, las deseconomías parecen pesar mas que las economías, [illegible], parece colegirse cierta tendencia hacia el decrecimiento de la rentabilidad de aquellas compañias cuyo grado de diversificacion es muy elevado y en contínua progresión. Por otro lado, estudios similares parecen demostrar también que si el conglomerado se constituye fundamentalmente por fusión o absorción de empresas en funcionamiento, entonces las deseconomías son superiores a la fórmula contraria de creación directa ex-novo de nuevas explotaciones desde la propia unidad empresarial.

Sin entrar a juzgar el acierto o desacierto de tales estudios empíricos en cuanto a la interpretación de la relación entre diversificación, crecimiento externo y rentabilidad, podriamos admitir, a modo de hipotesis de [illegible] caso mas favorable de que los mismos ofrecen una vision correcta e indubitable de los hechos señalados. Pues bien si a pesar de las supuestas relaciones inversas entre diversificacion y rentabilidad y entre crecimiento externo y rentabilidad [illegible] la figura del conglomerado como las absorciones de empresas constituyen caracteristicas relevantes de las políticas expansivas de las grandes compañias, entonces parecen desprenderse las [illegible] conclusiones:

1ª) Las grandes [illegible] no persiguen obviamente la máxima rentabilidad.

2ª) Los accionistas no gobiernan la empresa, sino los administradores pues la motivación de los primeros es de suponer será estrictamente pecuniaria, (79) con lo que si los accionistas gobernasen efectivamente la compañia, no serian tan frecuentes, ni

la diversificación conglomerada, ni las absorciones de otras empre sas, porque estos hechos [illegible] contribuir o decrecer comparati-- vamente su rentabilidad.

3ª) Los administradores actúan, en primer término, en - función de sus propios intereses personales y de grupo y no en los de los accionistas.

- Para los primeros una vez [illegible] mínima de ren tabilidad demandada por la coalición de accionistas, no les preocu pa demasiado mejorar por todos los medios la tasa global de rentabilidad; es mucho más decisivo [illegible] que la ren tabilidad sea estable [illegible] supervivencia y normal transcu- rrir estén asegurados. [illegible] di- versificación de sus [illegible], [illegible] la empresa ob tenida en estas condiciones [illegible] y por eso también la práctica habitual de absorciones [illegible] de control de otras em presas, ya que eliminando [illegible] su posición está más asegu- rada. [illegible] posible que [illegible] por alcanzar una tasa de [illegible] cuya media aritmética durante un horizonte [illegible] sin - que les preocupe mucho la [illegible]; a los ad- ministradores [illegible] la distribu- ción sea concentrada [illegible] inferior. [illegible] te [illegible] empresas de nuestra época.

- De otro lado, la [illegible] el crecimiento de par- te de los administradores de las grandes compañías, les obliga a prestar una atención preferente hacia la diversificación y hacia el crecimiento externo, sin olvidar las otras vías de expansión. El crec[illegible] viene a ser una necesidad para la co locación [illegible] recursos disponibles por las empresas de

gran tamaño, pues el peligro de saturación de las explotaciones habituales es una eventualidad bastante probable; el crecimiento externo viene a ser también una solución para la colocación de los recursos disponibles, aparte de que una política de absorciones bien concebida puede ser [illegible] otro tipo de [illegible] para los administradores, posibilitando su crecimiento ulterior o complementario de sus actividades.

En definitiva, hay [illegible] que [illegible] las grandes empresas no frenan su crecimiento, tanto a través de la vía interna como a través de absorciones y [illegible] de diversificarse, entrando a explotar actividades cada vez más dispares. Igualmente, la multinacionalidad es un fenómeno [illegible] suele destacar la expansión de las firmas [illegible] corporaciones gigantes. Incluso [illegible] la evidencia empírica de todas estas tendencias [illegible] alta racionalidad desde el punto de vista [illegible] de la rentabilidad de los capitales [illegible], puesto que el hecho está ahí, incontrovertible ante [illegible] ojos, [illegible] una explicación del mismo [illegible] convencionales de las economías o [illegible]. [illegible] crecimiento no se guía [illegible], sino que se inspira en otro género de [illegible] aspiraciones básicas [illegible].

4.1.- Incidencia de las absorciones de empresas sobre el crecimiento financiero de la [illegible].

Una de las decisiones clave que competen al consejo directivo de la gran empresa propensa a la expansión y que reafirma el comportamiento [illegible] de dicho estamento consiste en [illegible] frecuente de absorber en bloque em-

presas [redacted])

No vamos a entrar en detalles respecto a los motivos o ventajas de naturaleza estratégica, vinculadas a las áreas comercial, industrial, económica, fiscal, etc. que impulsan el movimiento de absorciones de empresas, constituyendo preferentemente por el - núcleo de grandes corporaciones a nivel nacional e internacional y que, en muchos casos, otorgan ventajas estimables en comparación con el crecimiento interno de las inversiones. Indudablemente, es fácil adivinar diversas razones por las cuales la compañía absorbente puede alcanzar efectos sinérgicos positivos como consecuencia de la integración de otras empresas a la estructura económica de la gran compañía, si bien [illegible] está exenta de riesgos. - desventajas y, en definitiva, [illegible] desdeñarse la posible aparición de sinergia negativa. (31)

Lo que hay que tener presente [illegible] que las absorciones de empresas practicadas generalmente por las firmas de grandes dimensiones, "lejos de ser un fin en sí mismas, no son sino medios al servicio de la estrategia de crecimiento de la compañía adquirente". (32) En este sentido, [illegible] que los móviles financieros desempeñan un [illegible] en el movimiento de -- absorciones [illegible]. El crecimiento externo conglomerado, característica [illegible] del capitalismo avanzado de nuestros días, es probablemente el rasgo -- más destacado de la evolución [illegible] de las corporaciones modernas, pudiendo apreciarse con [illegible] los móviles financieros que alientan esta inclinación típica [illegible] de los consejos directivos de tales entidades.(33)

Esto quiere decir que, bajo la mentalidad gerencial, la absorción de una empresa se juzga antes que nada en función de -- sus posibles repercusiones sobre la cotización de las acciones de

la compañía adquirente y [illegible] por acción [illegible] ésta, sin que importe apenas si las sociedades absorbidas guardan una conexión estrecha con el [illegible] de actividades que hasta ese momento viene desempeñando la compañía principal. En suma, se prefiere la absorción de aquellas firmas que prometen una repercusión favorable presente y futura sobre las magnitudes financieras antedichas, lo que en definitiva repercute del modo más favorable sobre la ulterior expansión de la gran empresa. Comprar a precio bajo empresas depreciadas en comparación con las [illegible] por tamaño, puede constituir un móvil de [illegible] para estas últimas, por las repercusiones favorables [illegible] derivarse para sus consejos directivos en el plano financiero, según tener nos ocasión de exponer más adelante. Lo [illegible] incompatible con la obtención [illegible] vinculados a otros planos que conforman su [illegible] Así, [illegible] un buen negocio inicialmente, [illegible], por padecer determinados [illegible] estructurales, la gran empresa adquirente [illegible] dichos obstáculos, [illegible] productivo, [illegible] frente a la competencia, etc.

Por lo general, [illegible] dentro del conocimiento externo conglomerado, [illegible] mediana dimensión, pues los [illegible] compañías adquirentes prefieren [illegible] otras entidades de análoga envergadura [illegible] caso puede plantearse la recomposición [illegible] los cargos directivos de alto nivel, cuestión que [illegible] y arriesgada para los dirigentes que [illegible] entidades. (84).

Existe, como es natural, un proceso típico de negociación p[illegible] absorciones, durante el cual se toma

contacto con la empresa-candidata, se estudia el negocio, se establece el valor de esta última si la operación se liquida en metálico, o el de ambas si se procede a la entrega de acciones de la absorbente, etc. (85) Hay dos procedimientos básicos para llevar a efecto las adquisiciones; bien mediante negociación directa entre las partes, bien mediante el lanzamiento de una oferta pública de compra o de canje por parte de la absorbente, proponiendo unas determinadas condiciones a los propietarios de la absorbida para llevar a efecto la cesión de la propiedad. El punto clave de la transacción es naturalmente la fijación de los precios de cesión, pues de esto depende el [illegible] o la viabilidad de la operación y la magnitud del esfuerzo financiero de la absorbente.

Hay varias fórmulas financieras para compensar a los propietarios de la empresa absorbida: en dinero, mediante canje de acciones o transacción [illegible] combinadas. Efectivamente, la transacción puede liquidarse en metálico, el cambio convenido para las acciones o títulos de propiedad de la empresa absorbida, para lo cual la absorbente procederá, si no dispone de efectivo para esta finalidad, a emitir activos financieros (acciones, obligaciones simples o convertibles, etc.) para obtener los recursos requeridos al efecto. Cuando se utiliza esta fórmula, las ventajas financieras [illegible] que vamos a mostrar seguidamente son bastante menos convincentes, [illegible] beneficios por acción y [illegible] menos probables que en la alternativa contraria de canje de acciones; el quid de la cuestión radica en el precio unitario pagado por cada unidad de beneficio generado de la adquirida en concordancia con los beneficios por acción de la adquirente antes de llevarse a efecto la operación y con la política financiera seguida para obtener los recursos necesarios para llevar a buen fin la operación. (8[illegible]neral, para esta fórmula de liquida--

ción, predominan los efectos sinérgicos [illegible] distintos de la estrictamente [illegible], [illegible] efectos pueden traducirse también en una elevación anticipada del precio de las acciones de [illegible]. (87)

La forma más [illegible] la operación consistirá en intercambiar las acciones respectivas de acuerdo con un precio acordado [illegible] el que establezca el módulo de [illegible] efectivo [illegible] operación. [illegible] procederá [illegible] un número [illegible] para las mismas a efectos [illegible] número de acciones [illegible] de la operación o, lo que [illegible] global de la adquirida [illegible] para la absorción [illegible] el consejo directivo [illegible] la preceptiva autorización [illegible] acciones [illegible] grandes compañías [illegible] llevada; si [illegible] a la empresa absorbida, [illegible] en favor [illegible] la [illegible] posibilidad [illegible] una empresa [illegible] (absorbente) y una empresa [illegible] (absorbida). [illegible] una serie de motivos [illegible] de la primera suele ser más elevada [illegible] la segunda.

Pueden existir diferentes métodos o procedimientos teó-

ricos de calcular los precios respectivos de las acciones que van a regir a efectos del canje. Todos ellos pueden reducirse básicamente a dos: a) evaluación actualizada de los beneficios o dividendos esperados, mediante la aplicación de cualquier fórmula o criterio reconocido por la teoría o práctica financiera; b) si las empresas contratantes cotizan en bolsa, se puede tomar como módulo de canje o, como punto de partida para fijar éste, previo acuerdo de ciertas correcciones, los precios de mercado de unas acciones y otras respectivamente. (59) También puede regir naturalmente un sistema mixto, que combine los cambios bursátiles reales y los cambios teóricos en función de los rendimientos esperados.

Obviamente, para que el canje pueda tomar como base los precios de mercado de las acciones de ambas partes es menester que éstas se coticen en bolsa con fluidez y transparencia. Este requisito puede, desde luego, presumirse para la gran empresa accionaria, en cambio, es bastante más dudoso para la empresa cedente, dada normalmente su dimensión media o pequeña, aunque hay casos más o menos espectaculares de absorción en los que interviene como parte absorbida una compañía cotizada en bolsa de cierta envergadura.

Sea de ello lo que fuere, lo cierto es que con bastante frecuencia la cotización de las acciones de la gran compañía absorbente en relación con sus cifras de beneficios declarados (P.E.R.) suele disfrutar de una estimación comparativamente favorable en el mercado bursátil con respecto a las empresas absorbidas o, en su caso, con respecto a los precios estimados, auténticamente remuneradores a los ojos de los accionistas de las empresas que por no tener acceso al mercado financiero, aparte de otros inconvenientes, padecen una subvaloración endémica.

En consecuencia, el consejo directivo de la gran compañía absorbente puede corrientemente ofrecer una operación de canje de sus acciones por las de la empresa que pretende absorber, aún reconociendo ciertas concesiones económicas a estas últimas, de tal modo que depare unos beneficios financieros evidentes para sus socios y lo que es quizás más importante, facilitando el camino para ulteriores operaciones de expansión. Merced a esta discriminación en los precios de las acciones de una y otra, el crecimiento por absorción de las grandes compañías ha venido alcanzando en los últimos tiempos una importancia inusitada, panorama al que auguramos un futuro prometedor como realización en parte de las necesidades expansionistas sentidas en el seno de las entidades mercantiles más relevantes de los países capitalistas avanzados.

Veamos el desarrollo del proceso expuesto a través de un breve ejemplo. Sea A la empresa absorbente y B la que se trata de absorber, siendo los datos más significativos de una y otra los que siguen:

	Antes de la absorción		Después de la absorción
	A	B	A + B
Beneficios netos declarados.	B_a	B_b	$B_a + B_b$
Número de acciones en circulación	n_a	n_b	$n_a + x$
Beneficio neto por acción...	$e_a = B_a / n_a$	$e_b = B_b / n_b$	$e'_a = B_a + B_b / n_a + x$
Cotización de la acción	P_a	P_b	P'_a
P.E.R. (price earnings ratio) = P/e	$R_a = P_a / e_a$	$R_b = P_b / e_b$	$R'_a = P'_a / e'_a$

Hipótesis básica:

$R_a > R_b$ La cotización de la absorbente por cada unidad monetaria de beneficios es superior a la de la absorbida, es de

cir, el mercado bursátil valora más los beneficios de la primera que los de la segunda.

2 Fórmula de canje: Se cambian las acciones de una compañía por otra aplicando estrictamente las cotizaciones actuales de mercado respectivas.

Módulo de canje: $\frac{P_b}{P_a} = m$ Ecuación de canje: $x = n_b - x$

ara que la transacción favorezca inicialmente a la firma compradora, basta con que el beneficio por acción después de la adquisición sea igual o mayor que el de antes, suponiendo que su consejo directivo va a seguir manteniendo la misma política de distribución de beneficios, aparte de la ventaja inmediata que puede suponer para los ideales del estamento directivo el aumento del tamaño de su compañía. Para que el efecto beneficios alcanzado por la firma se extienda también a sus accionistas es preciso que la cotización de sus acciones no baje a menos, con respecto a la que tenían antes de llevarse a cabo esta operación. (90) Esta condición obliga naturalmente a que el P.E.n. de la absorbente se mantenga o suba después de la operación, suponiendo que, como mínimo, los beneficios por acción no descienden en el futuro, aunque en un plano teórico también puede ocurrir que, aún a pesar del posible exceso de éstos, el P.E.n. resulte un descenso más que proporcional, pues ello sería una muestra palpable de la elevación del precio de la acción. En consecuencia:

ndición de absorción ventajosa para los accionistas de la compañía adquirente:

$$e'_a \geq e_a$$

Condición de absorción ventajosa para los socios de la compañía - adquirente:

$$P'_a \geqslant P_a$$

Vamos a deducir primero la condición $e'_a > e_a$, cuando $m = P_b/P_a$

$$e'_a = \frac{E_a + E_a}{n_a + x} = \frac{e_a n_a + e_b n_b}{n_a + x} = e_a \frac{n_a}{n_a + x} + e_b \frac{n_b}{n_a + x}$$

Para que la condición que comentamos se cumpla tiene que ocurrir lo siguiente:

$$e_a < e_a \frac{n_a}{n_a + x} + e_b \frac{n_b}{n_a + x}$$

$$e_a \frac{x}{n_a + x} < e_b \frac{n_b}{n_a + x}$$

$$e_a x < e_b n_b$$

$$\frac{e_a P_b n_b}{P_a} < e_b n_b$$

$$\frac{P_b}{e_b} < \frac{P_a}{e_a}$$

con lo cual tenemos que $R_a > R_b$, es decir, para que la absorción eleve el beneficio neto por acción de la adquirente, basta con que el PER de ésta sea superior al de la compañía, esto es la condición de partida de que el módulo de canje de unas acciones por otras se establezca tomando los precios de mercado de las respectivas acciones.(91)

Por consiguiente, la absorción mejora las perspectivas de los administradores de la gran empresa, por cuanto van crecer

los beneficios netos por acción lo cual es siempre, ceteris paribus, una muestra favorable de cara al mercado financiero. Por otro lado, dada una política de dividendos, es evidente que al aumentar el beneficio por acción la retención de beneficios será superior, con lo que aumenta la masa de recursos destinada a la expansión futura.

Además de lo anterior, es evidente que el incremento de dimensión sin gran esfuerzo constituirá un fuerte atractivo para unos gestores dinámicos y con aspiraciones expansivas. Por esto mismo, una absorción puede ser ventajosa para la alta dirección de la gran empresa, aún cuando el beneficio neto por acción no presente apenas ningún alza, motivo por el cual, los dirigentes de la absorbente pueden estar dispuestos a realizar concesiones pecuniarias en el canje a favor de los accionistas de la adquirida, con el fín de impulsar la consumación del trato. (92)

La transacción no perjudica a los accionistas antiguos de la firma compradora si al menos se sostiene la cotización de sus acciones. Suponiendo que la coyuntura del mercado bursátil no experimente una alteración brusca, hay que pensar que también los socios de la absorbente han de verse favorecidos por esta operación, puesto que al tener lugar una subida del beneficio neto por acción no sería extraño que la cotización de las acciones experimentase asimismo un alza, con lo cual mejorará el nuevo valor de mercado de las acciones correspondientes a los antiguos capitalistas-propietarios, es decir, $P'_a\, n_a > P_a\, n_a$. Es más, suele ser corriente que el P.E.R. de las grandes empresas dinámicas muestre una tendencia ascendente, a medida que aumenta su beneficio por acción, esto es, cuando esta última magnitud crece un determinado tanto por ciento, la cotización del título experimenta un porcentaje de plusvalía superior.

Tenemos que preguntarnos ahora bien si los accionistas de la empresa absorbida mejoran su posición con esta fórmula de canje paritaria según cambios bursátiles estrictos de las respectivas acciones. En cuanto a la participación teórica en los beneficios, es evidente que los incrementos del beneficio por acción que reciben los accionistas de la absorbente tendrán que hacerse a costa de los decrementos en la participación que experimentan los tenedores de acciones de la absorbida, por ser un juego de suma nula. (93) Sin embargo, éste es un dato que no cuenta a efectos del cálculo que estamos realizando, ya que antes de efectuar la absorción también se daba la paradoja aparente de que el mercado valorase menos cada unidad del beneficio correspondiente a estas acciones en comparación con el que otorgaba a las acciones de la absorbente. (94) Lo que nos interesa comprobar es si el valor de mercado de las acciones de la absorbente recibidas a cambio, valen más o menos que el valor de mercado de las acciones de la absorbida entregadas en la transacción, pues si su valor fuera mayor, la absorción favorecería también a los socios de la absorbida, les perjudicaría si fuera menor y quedarían en una posición de indiferencia si existiese equivalencia.

En principio, lo lógico es que la riqueza de los socios de la absorbida no debe variar en absoluto, por cuanto que el valor de mercado de lo que reciben es semejante al de lo que entregan a cambio ($n_a P_a = n_b P_b$), suponiendo que la absorción no altere la cotización de las acciones de la compradora. Para que obtuviesen ventajas, el mercado bursátil debería reaccionar ante el incremento mostrado por el beneficio por acción impulsando la subida de la cotización de dichas acciones. En honor a la verdad, esto siempre es una incógnita, aunque ya hemos dicho anteriormente que no es extraño que ocurra en coyunturas optimistas en los ambientes

Como vemos, gracias al mecanismo diferencial de los P.E.R., los consejos directivos de las dos compañías pueden satisfacer sus aspiraciones expansivas a través del canje de sus acciones por los de otras compañías menos favorecidas por el mercado, aparte de que el aumento del beneficio neto por acción que estas transacciones reportan mejorarán las perspectivas de cara a la expansión futura. Por este motivo, es mucho más normal que los administradores de la absorbente ofrezcan precios de compra para las acciones de la absorbida superiores a los que rigen en el mercado, con el fin de estimular a sus tenedores, asegurando con mayor probabilidad la plena percepción. Naturalmente, esta concesión se hará a costa de perjudicar el incremento potencial del beneficio por acción que aparecería el canje pactado a precios de mercado respectivos, pero siempre se ofrece una inversión más atractiva ofreciendo alguna "generosidad" a los accionistas de la empresa más débil o más vulnerable.

2ª Fórmula de canje: se cambian las acciones a precios diferentes de los de mercado en el momento del canje, favorecidos a los accionistas de la absorbida.

Definamos ahora unos precios para las acciones de una y otra empresa establecidos únicamente a efectos del canje y que tengan la particularidad de que sean ventajosos para los accionistas de la firma-candidato. Esto puede ocurrir, tanto si se fija un mayor precio a las acciones de B, como si se fija un menor precio a las de A, o bien que concurran los dos circunstancias. En consecuencia, el canje reúne ahora estas características:

$$P_a^c \leqslant P_a \; ; \; P_b^c \geqslant P_b ; \; R_a^c \leqslant R_a ; \; R_b^c \geqslant R_b$$

$$R_b^c) < \quad (R_a - R_b)$$

módulo de canje = $\frac{P_b^c}{P_a^c} = m'$ siendo $m' > m$; ecuación de canje:

$m' n_b = x'$ y, por lo tanto, $x' > x$.

El límite de la concesión que pueden otorgar los administradores de la compañía absorbente vendrá marcado por aquel número de títulos x' para el cual el beneficio neto por acción de la adquirente después del canje sigue permaneciendo intacto, es decir:

$$e_a = \frac{e_a n_a + e_b n_b}{n_a + x'}$$

$$e_a x' = e_b n_b$$

$$e_a m' n_b = e_b n_b$$

$$m' = \frac{e_b}{e_a}$$

En otras palabras, el módulo de canje se mantiene inalterado el beneficio neto por acción de la adquirente viene dado por el cociente entre los beneficios netos por acción de la absorbida con respecto a los de la absorbente. Esto equivale a decir, si tenemos en cuenta que $m' = P_b^c/P_a^c = e_b/e_a$ que el PER de indiferencia viene dado por:

$$P_b^c = P_a^c$$

lo que significa que la máxima concesión que podrán proponer los administradores de la absorbente, de tal modo que el beneficio neto por acción se mantenga inalterado, viene dado por aquellos precios de las acciones señalados para el canje que hacen que los PER de absorbente y absorbida a estos efectos sean idénticos.

Para simplificar, si partimos de la base de que el precio de la acción de la adquirente se ha visto según creado, mejorando excl[illegible] sea, si consideramos el módulo - - -

$m' = P_b^c/P_a$, con la particularidad de que $P_b^c > P_b$, con el fin de que exista un claro incentivo de canje en favor de los socios de la última, la expresión de indiferencia tendría la forma:

$$\frac{P_b^c}{e_b} = \frac{P_a}{e_a}$$

y si queremos referirla explícitamente al coeficiente PER, entonces se tendría:

$$R_b^c = R_a$$

Vemos nuevamente que el campo de variación de la concesión oscilará entre los valores del PER de unas acciones y otras, o sea, entre R_b y R_a, en la hipótesis de partida de que $R_a > R_b$. Naturalmente, cuanto menor sea la concesión reconocida a las acciones de la absorbida, tantos mayores serán las ventajas para los administradores, para una determinada diferencia positiva entre $(R_a - R_b)$. (95)

La situación de los accionistas antiguos de la compañía que absorbe a otra en las condiciones favorables reservadas de no perjudicar, en el peor de los casos, la cifra de beneficios por acción, según la fórmula de canje con alguna concesión en favor de los accionistas de la otra compañía, se corresponde con lo descrito para la primera fórmula, es decir, [illegible] de la acción no se altera como consecuencia de esa transacción, no experimentan ni ganancias ni pérdidas; en cambio, si sube el precio de la acción merced al incremento habido en el beneficio por acción, lo que parece lo más probable suponiendo la permanencia de la coyuntura bursátil, la absorción fortalece la posición ante sus socios de los administradores que promueven la compra, pues éstos obtienen [illegible], al menos de naturaleza potencial.

Por su parte, los accionistas de la absorbida también consiguen ganancias de capital mediante esta fórmula de canje con gratificación, en el supuesto de que la cotización de las acciones de la firma principal se mantenga inalterada, puesto que ahora será $x' P_a > n_b P_b$, dado que $x' > x$. (96) Lógicamente, si además de esto aumentase la cotización por el motivo comentado en el párrafo anterior, porque el crecimiento mostrado por la gran empresa en sí, suele causar un impacto psicológico favorable ante coyunturas bursátiles alcistas, es decir, si $P_a' > P_a$, los accionistas de la adquirida aplaudirán el negocio propuesto porque su plusvalía potencial sería superior. No hay que olvidar tampoco, las ventajas relativas al aumento de liquidez, seguridad, etc. de las inversiones de los socios de la adquirida, motivadas por el pase de una empresa menos dinámica a otra con una imagen mucho más atractiva.

De lo que llevamos visto hasta ahora, (97) se desprende que para que estas operaciones [illegible] ventajas a los accionistas de uno y otro bando es indispensable que la cotización de los títulos de la que proyecte la adquisición, al menos no descienda. El punto clave radica en que el nuevo beneficio por acción resultante despues de la fusión $e'_a \geq e_a$ sea capaz de seguir manteniendo o aumentando el P.E.R. de la absorbente correspondiente a antes de llevar a cabo la fusión. Este efecto ilusorio del P.E.R. tiene más probabilidades de prevalecer en coyunturas alcistas, con lo cual puede deducirse que en épocas de esa naturaleza, los administradores de las grandes empresas encontrarán una situación óptima para acelerar sus aspiraciones expansivas a través del mecanismo de las absorciones de empresas comparativamente infravaloradas.(98)

Esto no quiere decir, sin embargo, que en coyunturas de signo contrario los administradores no procedan a plantear opera-

ciones de este género, ya que es posible que a éstos no les preocupe demasiado inferir daños momentáneos tolerables a sus accionistas con tal de satisfacer su voluntad de crecer. Bastaría para ello con que los dirigentes tuvieran garantías de que su poder decisorio no va a verse turbado o sujeto a críticas decisivas; esto puede ocurrir perfectamente en el seno de la gran empresa, en que el divorcio entre propiedad y control está prácticamente consumado, de tal modo que el máximo poder de decisión radica en el comité directivo y no en la asamblea de accionistas, como hemos tenido ocasión de constatar en capítulos anteriores. Juicios de esta carácter son los que suelen dar [illegible] a la hora de decidir estas operaciones, más que los [illegible] que la [illegible] ocasionar de inmediato sobre el beneficio neto por acción [illegible], sobre la propia estimación de las acciones. ([illegible])

Hasta ahora hemos [illegible] susceptibles de adquirir para la gran empresa [illegible] cuyo PER es inferior al de esta última y que el [illegible] la [illegible] multiplicación de las acciones de la absorbida viene [illegible] por el cúmulo de canje que mantiene [illegible] el [illegible] neto por acción de la absorbente. Sin embargo, el consejo directivo de la gran empresa puede también estar interesado en incorporar [illegible] que diluyan momentáneamente el beneficio por acción, siempre que esperen encontrar ventajas en el [illegible] transacción. (100) Supongamos que las perspectivas de crecimiento futuro de los beneficios por acción de la empresa absorbida son más prometedoras que las de la compañía principal en términos porcentuales. En ese caso, la gran empresa puede ofrecer un [illegible] que haga bajar de inmediato el beneficio neto por acción, y [illegible] tiene esperanzas de recobrar con creces [illegible] la porción inicialmente descendida.

Denominando g_a la tasa superior de crecimiento acumulativo de los beneficios de A con los recursos actualmente disponibles y g_b la tasa correspondiente a B, con la condición implícita de que $g_b > g_a$, se llegarían a estas expresiones al cabo de t ---- años: Beneficios netos por acción de A no habiéndose producido la absorción:

$$\frac{B_a (1+g_a)^t}{n_a}$$

Beneficios netos por acción de A subsiguiente a haberse producido la absorción:

$$\frac{B_a (1+g_a)^t + B_b (1+g_b)^t}{n_a + x'}$$

Suponiendo el caso más probable de que el módulo de canje se establezca gratificando a los accionistas de la absorbida, determinaremos el valor del módulo para que al cabo de t años el beneficio neto por acción fuera el mismo en ambos supuestos.(lol)

$$\frac{B_a(1+g_a)^t}{n_a} = \frac{B_a(1+g_a)^t + B_b(1+g_b)^t}{n_a + \ldots}$$

$$B_a(1+g_a)^t x = B_b(1+g_b)^t n_a$$

$$x' = \frac{e_b}{e_a}\left(\frac{1+g_b}{1+g_a}\right)^t = \frac{P_b{}^c}{P_a{}^c}$$

$$m' = R_a{}^c \left(\frac{1+g_b}{1+g_a}\right)^t = R_b{}^c$$

De manera que cuanto más favorable sea el módulo de conversión para los accionistas de la absorbida, tanto más tiempo tardará en alcanzarse la cifra de beneficio neto por acción existente antes de realizarse la anexión, para unas determinadas tasas de expansión de los beneficios de una y otra compañía. Por el mismo motivo, cuanto mayor sea la tasa de expansión de los beneficios de B en comparación con la de A, tanto mayor podrá ser la concesión inicial ---- res establecen una fecha límite de ----

igualación del beneficio neto por acción.

Es evidente que los administradores de la absorbente tendrán interés en acortar el plazo durante el cual el beneficio neto por acción es inferior como consecuencia de la adquisición de otra empresa, con lo cual si se establece un tope máximo para ello, dado que g_b y g_a son datos del problema, quedaría determinado el importe del módulo de canje límite máximo a aplicar compatible con el número de años máximo que la alta dirección de la absorbente está dispuesta a aceptar la dilución del beneficio neto por acción. Esta restricción directiva limitará evidentemente el campo de la concesión a ofrecer a los socios de la empresa que se pretende incorporar. En consecuencia, calculando el valor del módulo $\frac{e_b}{e_g} \cdot \left(\frac{1+g_b}{1+g_a}\right)^t$ para el número de años máximo elegido resultará una cantidad m^* máxima del módulo, de tal manera que la negociación se encuentra limitada por el tope $m' \leq m^*$

Por otro lado, los accionistas pueden probablemente desear un límite máximo para la dilución inicial del beneficio neto por acción, establecida en un determinado tanto unitario k de esta magnitud antes de efectuarse la absorción de la otra empresa. Por consiguiente, la restricción podría ser la siguiente forma:

$$\frac{B_a + B_b}{n_a + x'} \geq \frac{B_a\,(1-k)}{n_a}$$

simplificando y substituyendo x' por su equivalente $m'n_b$, la nueva restricción adoptaría esta estructura:

$$m' \leq \frac{n_a\,(B_b + B_a\,k)}{n_b\,B_a\,(1-k)}$$

Puede haber exclusión entre las dos restricciones señaladas, esto-

es, puede ocurrir que una y otra produzcan valores límites distintos, en cuyo caso, el menor de los dos valores determinará el único límite definitivo que compatibilizará las dos restricciones apuntadas.

De igual forma, hay que [illegible] que el módulo de canje tendrá también un [illegible] que vendrá marcado por el cociente de los precios de [illegible] actuales de [illegible] A, esto es, $m' \geq P_b/P_a$, ya que la transacción suele reconocer una bonificación en favor de los socios de la absorbida, más nunca en favor de las acciones de la absorbente. Finalmente, el módulo de canje que deja intacto el beneficio neto [illegible] momento de producirse la absorción [illegible] $m' = e_b/e_a$. Con ello quedan delimitadas las dos zonas [illegible] "[illegible]" cuando $e_a > e_b$: [illegible] que aún reconociendo [illegible] a los socios [illegible], reporta todavía un incremento inicial [illegible] beneficio neto por acción, cuyo tope viene dado por el valor del [illegible] $/e_b$ y otra [illegible] dilución inicial de beneficios [illegible] valores de $m' > e_b/e_a$ y cuyo límite [illegible] de dilución [illegible] mínimo [illegible].

[illegible] dilución [illegible] dilución [illegible] canje, [illegible] e_b y e_a. En [illegible] dilución [illegible] valor de m'. [illegible] dilución [illegible] hasta llegar al punto de [illegible]; una vez alcanzado [illegible] de convergencia, los beneficios netos por acción serán superiores en comparación con [illegible] absorción. Lo [illegible] favorecerá la expansión

futura de la nueva empresa. El gráfico puede hacerse extensivo a aquellos casos en los que por ser $R_a > R_b$ puede existir desde el comienzo un incremento del beneficio neto por acción merced a la absorción. Por último, puede elaborarse una serie distinta de estos mismos gráficos estableciendo diversos valores para las tasas esperadas de expansión de los beneficios g_b y g_a a fin de enriquecer el cuadro de información de los que van a dirigir la negociación o la conveniencia de la operación. (102)

Para una mejor comprensión de todo lo que llevamos dicho, nos serviremos del siguiente caso numérico:

	Compañías		Integradas
	A	B	A + B
B	2.000.000	500.000	2.500.000
n	10.000	5.000	10.000 + n'
e	200	100	2.500.000 / 10.000 + n'
P	4.000	1.000	?
R	20	13	?

El punto a determinar es n' que resulta del módulo de canje aplicado por el número de acciones de la absorbida, teniendo en cuenta que $m' = P_b^e / P_a^e$. El tope mínimo del módulo de canje viene señalado por el cociente $P_b / P_a = 1.000/4.000 = 0,45$, por lo que será el primer valor de m' a considerar. El módulo de indiferencia en cuanto al beneficio por acción inicial viene dado por el cociente $e_b/e_a = 100/200 = 0,50$. Si el módulo de canje acordado estuviera comprendido entre 0,45 y 0,50, el beneficio neto por acción de la absorbente crecería desde el comienzo. Si el módulo, en cambio, se concierta por encima de 0,50, se producirá dilución de beneficios. Así, pues, estableceremos varias alternativas respecto al módulo de canje, las cuales generarán distintos valores de n':

m' = 0,45 x' = 2.250

m' = 0,50 x' = 2.500

m' = 0,55 x' = 2.750

m' = 0,625 x' = 3.125

A partir de estas alternativas, es posible calcular la serie temporal de beneficios netos esperados por acción para cada una de ellas, definiendo el valor de las tasas de expansión esperadas que se fijarán en $g_a = 0,05$ y $g_b = 0.08$. Así, si la A no adquiere la B, su serie de beneficios por acción respondería a esta expresión $B_a(1+g_a)^t/n_a$, mientras que si absorbe dicha empresa la expresión a considerar sería $B_a(1+g_a)^t + B_b(1+g_b)^t/n_a + x'$. Dando valores a t = 0,1,2,... se obtienen las cifras esperadas del beneficio neto por acción para cada una de las alternativas de canje propuestas.

	Sin absorción	Con absorción			
		m'=0,45	m'=0,50	m'=0.55	m'=0.625
t = o	200	204,08	200	196,07	190,47
t = 1	210	213,91	211,2	207,05	201,14
t = 2	220,50	227,60	223.05	218,68	212,43
t = 3	231,525	240,41	235,60	230,98	224,38
t = 4	243,10	253,98	248.90	244.02	237,04
t = 5	255,25	268,34	262,97	257,82	250,45
t = 6	268,01	283,56	277,99	272.44	264,65
t = 7	281,42	299,68	293,66	287.93	279,70
t = 8	295,49	316,76	310.43	304,34	295,64
t = 9	310,26	334,87	328,17	321,73	312,45
t = 10	325,77	354,06	346,98	340,17	330,45

A partir de los datos anteriores, podría elaborarse el gráfico comentado, mostrando en abscisas los valores de t y en ordenadas los valores del beneficio neto por acción. Tendríamos de es

te modo una familia de curvas en torno a la curva $Ba(1+g_a)^t/n_a$ para cada uno de los valores de m' posibles. Podemos comprobar cómo para los valores de m' comprendidos entre 0,45 y 0,50 el beneficio neto por acción es superior con absorción, mientras que para valores de m' superiores a 0,5 se produce una dilución inicial en los beneficios que al cabo de un plazo más o menos dilatado desaparecerá, al cabo de 3 años aproximadamente para m' = 0,55 y al cabo de 8 años para m = 0,625.

Ahora bien, antes dijimos que los administradores estarían dispuestos quizás a admitir la dilución del beneficio por acción hasta un cierto límite y durante un determinado número de ejercicios. Imaginemos que la máxima dilución inicial que están dispuestos a aceptar es un 5 % del beneficio neto por acción antes de la absorción. De acuerdo con la expresión anteriormente impuesta:

$$m' \leq \frac{10.000(500.000 + 2.000.000 \times 0,05)}{5.000 \times 2.000.000(1-0,05)} = 0,6315$$

Asimismo, puede que los administradores quizás no deseen prolongar la dilución de beneficios más allá de un determinado número de períodos. Supongamos que establecen un tope máximo de 3 años. Aplicando la expresión correspondiente se llega a esta restricción:

$$m' \leq \frac{100}{200}\left(\frac{140,08}{140,05}\right)^3 = 0,5440$$

Por consiguiente, las dos restricciones no son congruentes por lo que se tomaría el importe menor de ambas, con lo que el campo total de variación de la concesión oscilaría entre $0,45 \leq m' \leq 0,5440$, con dos tramos de distinto signo, uno de incremento inicial del beneficio por acción: $0,45 \leq m' \leq 0,50$ y otro de dilución [redacted] por acción: $0,50 < m' \leq 0,5440$.

Hemos señalado que la fijación de un módulo de canje -- que origine la dilucion inicial del beneficio neto por accion pu - de tener sentido. siempre que las expectativas de crecimiento de - los beneficios de la absorbida [illegible] superiores a las que afectan a la gran empresa, porque al cabo de cierto tiempo el beneficio - por acción recobrará con creces el descuento inicial. Sin embargo, no hemos hecho alusión explícita a los efectos sinérgicos que pueden derivarse de la integración de ambas empresas, los cuales pueden mejorar la rentabilidad conjunta por encima de la suma de las expectativas individuales inherentes a cada una de ellas por separado. Las absorciones de alguna envergadura pueden acarrear el reforzamiento de las ventajas monopolísticas, la racionalización de costes, etc. lo que puede constituir un argumento más de apoyo del proceder descrito. Los razonamientos anteriores pueden llevar implícitamente incluidos los efectos sinérgicos en las tasas g_a y g_b, de suerte que existe una especie [illegible] de este género: $B_a(1+g_a)^t + B_b(1+g_b)^t = (B_a+B_b)(1+g)^t$, en la que g representaría la tasa de expansión esperada de la combinación de empresas incluida la sinergia [illegible] de la unión. [illegible] además que cuando la sinergia es palpable, esto [illegible] favorablemente en la cotización de las acciones, [illegible] los accionistas de ambas empresas y favorece [illegible] de expansión futura aspirada por los administradores al mejorar la posición de la empresa ante el mercado de capitales.

Indudablemente, la situación más favorable concerniente a una absorción se produce cuando se puede pactar un módulo de canje que origine simultáneamente un incremento inicial del beneficio -- por acción y un incremento posterior de dicha magnitud, tanto porque las expectativas de crecimiento autónomo futuro de los beneficios de la absorbida sean superiores a las de la absorbente. como

porque la integración conlleve efectos sinérgicos positivos.

De todos modos, si para negociar la absorción fuera preciso acordar un módulo de canje que produjera dilución inicial de los beneficios netos por acción, aunque con perspectivas evidentes de elevar dicha magnitud en el futuro, las repercusiones en síntesis para las partes implicadas en la transacción serían las siguientes:

- Administradores de la compañía absorbente.

Aumento inicial de la dimensión de los recursos sometidos a su control.

Perjuicio momentáneo en el beneficio por acción, con lo que la autofinanciación por acción descenderá, si bien el volumen de recursos globales por este concepto puede ser mayor.

Aumento futuro del beneficio por acción, con la consiguiente repercusión favorable sobre la expansión ulterior.

- Accionistas antiguos de la absorbente.

Como el beneficio por acción desciende inicialmente, los accionistas pueden verse perjudicados si desciende el precio de mercado de la acción, aunque si existen perspectivas claras de sinergia puede incluso ocurrir que suba su precio, lo que beneficiaría a aquéllos. De todos modos, en general, es recomendable que las adquisiciones que ocasionen una dilución momentánea de los beneficios por acción coincidan con coyunturas optimistas del mercado de capitales.

- Accionistas de la absorbida.

La concesión que se les reconoce representa una ganancia

potencial de capital que se consolidará siempre que la cotización de la acción de la adquirente se mantenga o suba e incluso puede ser ventajoso para ellos si, aún bajando el precio de la acción de la absorbente, su descenso es inferior al importe de la gratificación asignada en el acuerdo de fusión a las acciones de la absorbida. Esto se demuestra así:

$$(m' n_b P'_a - n_b P_b)/n_b$$

y teniendo en cuenta que $m = P_b/P_a$ y que $m' > m$ resulta:

$$m' P'_a - m P_a$$

para $P'_a \geq P_a$ no hay duda de que la diferencia es positiva, por lo que dicha diferencia señalará la ganancia de capital por fusión; por contra, si $P'_a < P_a$, la resta puede producir tanto un valor mayor, igual o menor que cero.

La mayor parte de la explicación aportada en relación con el sugestivo tema de las absorciones de empresas en funcionamiento, dentro de la mecánica de crecimiento externo de la gran empresa, no tendría apenas sentido en el supuesto de que el mercado de capitales fuera perfecto y el comportamiento de los agentes que operan en el mismo fuera enteramente racional. (103) Unos supuestos de esta guisa, impedirían la aparición de conveniencias y factores especulativos, creadores de discriminaciones escasamente justificables en cuanto al precio de unas compañías y otras; de ser éste el orden natural de las cosas, el único aliciente de las absorciones se vincularía a las posibles ganancias de sinergia esperada. (104) Como el panorama real es muy distinto y con la fuerza negociadora de unas compañías y otras ocurriere ostensiblemente, de aquí que las que detentan un mayor poder y una mejor apreciación por parte de los inversores puedan extraer ventajas en detrimento de las que no cuentan con estos atributos. En este sentido,

la mayor cotización de las acciones de las grandes compañías en términos de beneficios, en comparación con las empresas de órdenes inferiores, representa un arma muy valiosa en favor de las primeras para expansionar su envergadura a través de la anexión de las menos apreciadas. En definitiva, una visión realista de este fenómeno debe obligar al estudioso a contar con esta distribución desigual del poder como factor clave para formular sus conclusiones. Un enfoque técnico que no tenga en cuenta este hecho es un empeño infructuoso o, si se quiere, un mero dilettantismo intelectual que no sirve para explicar convenientemente la proxis económica.

4.2.- La toma de control de otras empresas como instrumento de potenciación del crecimiento financiero de la gran empresa.

Un problema de sumo interés que puede plantearse el consejo directivo de una gran empresa proclive al crecimiento externo diversificado es distribuir el volumen total de los recursos financieros permanentes adicionales que logre disponer en un determinado período, tomando participaciones de control o absorbiendi distintas empresas, de tal manera que se alcance la maximización de los beneficios esperados de los capitales invertidos o, como alternativa, la maximización del volumen de ventas o de los recursos financieros permanentes manejados por la compañía matriz, según que las motivaciones de los altos dirigentes estuviesen inspiradas por el beneficio de los capitalistas-propietarios o por el crecimiento de la empresa respectivamente.

Nos encontramos, pues, ante un problema de selección de inversiones competitivas, dado que el volumen de capitales financieros es limitado, el cual lo situaremos en ambiente de certeza en [illegible]d. El racionamiento de los recursos finan-

cieros es un dato de partida, puesto que el montante viene predeterminado por la elección del consejo directivo en cuanto a la tasa satisfactoria deseada de incremento de los recursos financieros permanentes que ha configurado la totalidad de las decisiones financieras (políticas de beneficios, de dividendos, de emisión de acciones y obligaciones, etc.) se trata de componer una cartera óptima de inversiones de control, estableciendo como criterio de optimización cualquier magnitud representativa de las aspiraciones del consejo directivo, por entender que el criterio de rentabilidad de los accionistas es más bien una opción teórica, debiendo pasar a segundo plano en la moderna corporación de corte gerencial. Por consiguiente, se trataría de optimizar la expansión complementaria externa y diversificada (105) que se puede alcanzar mediante el programa de inversiones, medida a través de la magnitud ventas del grupo, o bien a través de los recursos financieros permanentes susceptibles de ser incorporados al área de decisiones del consejo directivo de la gran empresa matriz, cumpliendo una serie de restricciones a especificar.

El problema puede presentarse bajo distintas variantes, según que se establezcan o no conjuntos de incompatibilidad de inversiones prioritarias o preferenciales que condicionen la realización de otros proyectos, etc. Igualmente, cada característica del problema descrito, es preciso establecer el principio de indivisibilidad de los proyectos, esto es, la toma de control de otras empresas puede llevarse o no a la práctica, pero no existen soluciones intermedias de adquisiciones de paquetes de acciones incapaces de proporcionar el control de las decisiones esenciales, así como tampoco es bien normalmente adquisiciones superiores a las tasas mínimas necesarias para ejercitar un control efectivo de las decisiones de otras compañías, ya que ello supondría un des-

pliegue innecesario de recursos financieros en relación con la - meta trazada, a menos que por cualquier razón se planteen casos de adquisición total de la empresa o nada u opciones de compra - que superen la tasa mínima de control sin que sea posible adquirir sólo la porción que otorga el control, pero entonces estas circunstancias habrían quedado integradas a dentro de las especificaciones del problema.

Inicialmente vamos a efectuar un planteamiento simplificado del problema que nos ocupa:

Notaciones previas

Empresas en las que se puede invertir: (1,2,....,n)

I = masa de recursos financieros disponibles para la inversión

s_i = número de acciones en circulación de la empresa i

v_i = precio de compra de una acción de la empresa i

α_i = tasa de participación en el capital social de la empresa i necesaria para ejercitar el control efectivo de la misma. $0 < \alpha_i \leq 1$

β_i = tasa de participación en el capital social de la empresa i actualmente poseída $0 \leq \beta_i < \alpha_i$

α_i' = tasa necesaria de participación en el capital social de la empresa i que la compañía principal precisa adquirir para - ejercitar el control efectivo (106). $0 < \alpha_i' \leq 1$; $\alpha_i - \beta_i = \alpha_i'$

P_i = montante de los recursos a invertir en la empresa i para alcanzar el control $= \alpha_i' s_i v_i$ (107)

C_i = cifra de ventas totales esperadas de la empresa i

R_i recursos financieros permanentes propios y ajenos de la empresa i según datos contables.

B_i beneficios totales esperados de la empresa i

α_i cifra de recursos propios de la empresa i

Un método de selección de la cartera óptima consistiría en ordenar de modo decreciente las distintas alternativas factibles de acuerdo con la magnitud escogida para calificar el criterio de optimidad, eligiendo de mayor a menor los proyectos hasta [illegible] la masa de recursos financieros disponibles.

Así, si el criterio gerencial imperante es la magnitud de rentas que se espera incorporar al grupo, el orden y la selección se establecería a partir de los coeficientes C_i/P_i de los distintos proyectos, mientras que si impera la magnitud de los recursos financieros permanentes atraídos al grupo, el coeficiente a tener en cuenta sería $[(R_i - \alpha_i K_i) + \alpha_i' K_i]/P_i$, puesto que la diferencia $R_i - \alpha_i K_i$ representa la suma de los intereses minoritarios y los recursos financieros permanentes ajenos y $\alpha_i' K_i$ representa los recursos propios correspondientes al montante de los recursos invertidos para obtener el control, con lo que también puede expresarse de este otro modo: $[R_i - \beta_i K_i]/P_i$. (103) Finalmente, para el criterio de corte tradicional en el que lo fundamental es la magnitud de los beneficios de los capitalistas-propietarios, los proyectos se ordenarían con arreglo al coeficiente $\alpha_i' B_i/P_i = B_i/s_i v_i$, representativo de la tasa de rentabilidad correspondiente a los capitales empleados, si bien ya hemos manifestado que este criterio no se adecúa apenas a la realidad de la firma de grandes proporciones.

Sin embargo, el método de ordenación decreciente es un

procedimiento tosco e insuficiente de resolución del problema -- planteado, pudiendo mostrarse ineficaz cuando los proyectos sean indivisibles y, más aún, si existen proyectos incompatibles, preferenciales o subordinados a otras restricciones de diversa naturaleza. (109) Un método más perfecto de resolución es la programación matemática con enteros. (110) Para ello, plantearemos el siguiente modelo de programación lineal con enteros:

Función-objetivo Max. $Z = \lambda_1 C_1 + \lambda_2 C_2 + \ldots + \lambda_n C_n$

Restricciones

De recursos financieros disponibles $\lambda_1 P_1 + \lambda_2 P_2 + \ldots + \lambda_n P_n \leq I$

De valor entero de las variables $0 \leq \lambda_i \leq 1$ $(i=1,2,\ldots,n)$

siendo λ_i un número entero

Se trata, como se ve, de maximizar el volumen de ventas que se - espera incorporar al grupo, sometido a la limitación de los recursos financieros disponibles y bajo la restricción de que las tomas de control de empresas se rigen por la norma de todo o nada, por lo que la solución óptima otorgaría valores 1 ó 0 para las - variables de decisión. (111)

Si dentro de la propia perspectiva general, se toma - como criterio de decisión el volumen de recursos financieros permanentes totales que el programa que e aporta al grupo, la formulación del problema adoptaría esta forma:

Función-objetivo Max. $Z' = \lambda_1 [R_1 - \beta_1 K_1] + \lambda_2 [R_2 - \beta_2 K_2] + \ldots + \lambda_n [R_n - \beta_n K_n]$

sometida al mismo género de restricciones anteriormente enumeradas. Se trataría, en último término, de distribuir la masa de recursos financieros disponibles para la expansión, de tal manera que grac ontrol de las ventas de dominio par

ciales, el volumen de recursos financieros computables atraídos a la esfera de decisión del consejo financiero fuera el mayor posible. En el caso particular de que las α_i fueran nulas la función-objetivo adopta una especificación semejante a la versión anteriormente expuesta del volumen de ventas. Una variante equivalente del mismo problema consistiría en mostrar únicamente dentro de la función-objetivo los recursos financieros permanentes ajenos y los intereses minoritarios de las empresas sobre las que se plantea el ejercicio del control, incorporados al grupo como consecuencia del programa de inversiones a realizar, excluyendo por ello la parte correspondiente de los recursos propios $\alpha_i' K_i$ captados a través de la compra de las acciones; se trataría, por tanto, de maximizar el volumen de recursos de ajenas procedencias que puede añadirse al área de dominio de la matriz como consecuencia de un programa de tomas de control de otras empresas. En definitiva:

Función-objetivo

$$\text{Max.} \quad Z' = \lambda_1(R_1 - \alpha_1' K_1) + \lambda_2(R_2 - \alpha_2' K_2) + \ldots + \lambda_n(R_n - \alpha_n' K_n)$$

con las mismas restricciones oportunamente reseñadas. (III.)

La base del problema objeto de nuestra atención queda plasmada suficientemente en las formulaciones anteriormente expuestas, preferentemente en la versión que toma como punto de apoyo la magnitud de recursos financieros permanentes incorporados al grupo, por entender que ésta puede ser la magnitud clave que interesa sobremanera al consejo directivo de la gran empresa que trata de expansionarse mediante la fórmula del crecimiento externo diversificado. No obstante, el número de restricciones incorporadas es tan exiguo que la exposición se muestra probablemente bastante alejada de las opciones reales con las que puedan pre-

sentarse en la práctica. En resumen, se trataría de incorporar - una gama de restricciones adicionales, derivadas de una serie de objetivos que interesa simultáneamente alcanzar el consejo directivo al decidir el programa de producción. Sin ánimo de agotar el número de restricciones relevantes que convendría añadir quizás al problema expuesto, señalaríamos las siguientes:

a) Restricción de tasa de beneficios mínimos esperados para los recursos empleados.

El consejo directivo puede estar interesado simultáneamente en alcanzar una meta mínima de beneficios satisfactorios - convencionales para los capitales empleados. La restricción adoptaría esta forma:

$$\lambda_1 \alpha_1' B_1 + \lambda_2 \alpha_2' B_2 + \ldots + \lambda_n \alpha_n' B_n \geq r\, I$$

siendo r la tasa mínima de beneficios satisfactorios deseada para los recursos empleados.

b) Restricción de ventas mínimas incorporadas al grupo.

También puede interesar que el volumen de ventas que se logre consolidar mediante la incorporación de las empresas al grupo no sea inferior a una cifra dada, o, lo que es similar, - que las ventas consolidadas crezcan a una tasa mínima k sobre el volumen de ventas esperado del grupo antes de proceder a la realización del programa S_c:

$$\lambda_1 c_1 + \lambda_2 c_2 + \ldots + \lambda_n c_n \geq k\, S_c$$

c) Restricción del riesgo del programa.

Otra de las variables a considerar es el riesgo del programa a efectuar. Hasta ahora nos hemos referido a valores espera

dos de las magnitudes de ventas y beneficios, sin haber tenido en cuenta el riesgo inherente a las cifras previstas de los distintos proyectos. Un modo de soslayar este inconveniente consistiría en incorporar alguna medida del riesgo a las restricciones a) y b), ya que de este modo la elección gana en representatividad. Se trataría, en definitiva de substituir dichas restricciones en términos de equivalentes ciertos, introduciendo un factor corrector sobre las magnitudes previstas correspondiente al riesgo de cada proyecto, como podría ser el producto del coeficiente de aversión al riesgo γ por la varianza de los distintos proyectos σ_i^2. De este modo, las restricciones adoptarían esta forma:

$$(\alpha_1' B_1 - \gamma\sigma_1^2)\lambda_1 + (\alpha_2' B_2 - \gamma\sigma_2^2)\lambda_2 + \ldots + (\alpha_n' B_n - \gamma\sigma_n^2)\lambda_n \geq r'I$$

$$(C_1 - \gamma\sigma_1^2)\lambda_1 + (C_2 - \gamma\sigma_2^2)\lambda_2 + \ldots + (C_n - \gamma\sigma_n^2)\lambda_n \geq k'S_c$$

Un modo alternativo o complementario de introducir la restricción del riesgo del programa, consistiría por ejemplo en prefijar un riesgo medio máximo no ponderado π para el programa óptimo. El módulo elegido para ello puede ser la varianza de las distribuciones de los distintos proyectos de inversión respecto a la magnitud beneficios esperados o ventas esperadas. Así:

$$\frac{\lambda_1\sigma_1^2 + \lambda_2\sigma_2^2 + \ldots + \lambda_n\sigma_n^2}{\lambda_1 + \lambda_2 + \ldots + \lambda_n} \leq \pi \quad , \text{ esto es,}$$

$$\lambda_1(\sigma_1^2 - \pi) + \lambda_2(\sigma_2^2 - \pi) + \ldots + \lambda_n(\sigma_n^2 - \pi) \leq 0$$

d) Restricciones derivadas de inversiones mínimas preferenciales, inversiones subordinadas, inversiones indivisibles, etc.

Una nueva clase de restricciones de la función a maximizar es [illegible] recursos financieros incorporados al [illegible]

grupo puede dimanar de la existencia de proyectos incompatibles, subordinados o preferenciales.

A título de ejemplo, imaginemos que del conjunto de n empresas hacia donde puede dirigirse la inversión financiera, un subconjunto de k empresas representan inversiones incompatibles para la compañía, de tal manera que la aceptación de la inversión en una de dichas empresas implica el rechazo de la inversión en las (k-1) empresas restantes. Son distintos los motivos por los que pueden aparecer incompatibilidades: comerciales, jurídicos. - de estrategia de la diversificación, etc. El hecho es que, si existen incompatibilidades en el conjunto de inversiones posibles, deben mostrarse como restricciones del modelo. Así, respecto al -- ejemplo reseñado, la restricción de este género adoptaría la siguiente forma:

$$\lambda_1 + \lambda_2 + \ldots\ldots + \lambda_k \quad 1$$

Por parecidas razones también pueden existir inversiones subordinadas, de tal manera que el control de ciertas empresas puede empezar a plantearse siempre y cuando que se realice - efectivamente la inversión financiera de dominio en otra u otra empresas. Imaginemos que dentro del conjunto de n empresas, existe una, la empresa ℓ, cuya aceptación depende de que la decisión - respecto a la inversión en la empresa sea favorable. La restricción podría notarse así:

$$-\lambda_m + \lambda_\ell \leq 0$$

No es extraño tampoco que el consejo directivo intente conseguir una determinada distribución mínima de sus inversiones por sectores o ramas de actividad, esto es, puede querer que un porcentaje [illegible] recursos financieros disponibles se in-

vierta necesariamente en empresas que se dedican a un determinado objeto social, que puede estar identificado con alguna explotación principal desarrollada por la compañía o bien el objeto de reducir la competencia del sector, etc. o bien puede invertirse a una tasa desconocida o desventajosa en las explotaciones principales de la misma, en las que interese participar. Lógicamente, pueden existir varias restricciones del mismo tenor, si el consejo directivo clasifica los proyectos por razón de actividad y define unos coeficientes mínimos de inversión a condición de que la suma de los porcentajes mínimos previstos deje algún margen de recursos financieros sin adscripción previa. Así, imaginemos que el conjunto de n empresas posibles puede agruparse en tres categorías de actividad, representadas por los subconjuntos de empresas: (1,2,...,d), (d+1,....,k),(k+1.....,n) y que la primera autoridad quiere que del presupuesto disponible para la inversión se empleen como mínimo las tasas w_1, w_2 y w_3 en los subconjuntos de empresas 1,2 y 3 respectivamente. En consecuencia, resultan las siguientes restricciones:

$$\lambda_1 P_1 + \lambda_2 P_2 + \ldots + \lambda_d P_d \geq w_1 I$$

$$\lambda_{d+1} P_{d+1} + \lambda_{d+2} P_{d+2} + \ldots + \lambda_k P_k \geq w_2 I$$

$$\lambda_{k+1} P_{k+1} + \lambda_{k+2} P_{k+2} + \ldots + \lambda_n P_n \geq w_3 I$$

siempre que $(w_1 + w_2 + w_3) < 1$

Como es lógico, pueden existir otras restricciones más de distinto signo, como podrían ser el que se dejase sin invertir un determinado coeficiente mínimo del presupuesto de capitales para posibles inversiones especulativas que pudieran surgir súbi

tamente, etc. Sin embargo, creemos que la exposición ofrecida del modelo da una idea bastante aproximada de lo que puede ser una estrategia de crecimiento financiero obtenido a través de tomas de control de otras empresas, dirigida por la optimización directiva de maximizar el volumen de recursos financieros por montes totales utilizados al área de influencia del consejo directivo de la gran empresa merced a la referida estrategia financiera. (113)

COMENTARIOS Y NOTAS BIBLIOGRAFICAS CAPITULO 11

(1) El nuevo estado industrial. Op. cit. pp. 150-61. Hemos desarrollado la teoría general de la motivación expuesta por Galbraith en el Capítulo 4 del presente trabajo.

(2) Las decisiones de los empresarios.- Trabajo incluido en la obra editada por F. Bloch-Lainé & F. Perroux: La formación de decisiones en la empresa.- Deusto. Bilbao, 1970 pp. 27-67.

(3) Puede consultarse el trabajo de E. Aubert: Croissance et stratégie de developpement de l'entreprise, incluído en la obra: Les problèmes de gestion dans l'entreprise (varios autores).- Dunod. París, 1970.

(4) Las transaciones económicas que generan resultados pueden ser de dos tipos: a) bilaterales: comportan simultáneamente un ingreso y un coste; b) unilaterales: comportan únicamente un ingreso o un coste, sin contraprestación directa. Las dos series de transaciones se agregan para determinar el resultado de la empresa.

(5) Contablemente existen dos procedimientos para calcular el resultado periódico de la empresa: 1º) evaluando el patrimonio neto final e inicial y estableciendo la diferencia entre ambos; 2º) evaluando directamente las dos corriente de signo contrario (ingresos y costes), valorando los componentes patrimoniales de modo consistente al principio y al final del período. Vid. J. Mª Fernández Pirla: Teoría Económica de la Contabilidad. Ejes. Madrid, 19[illegible] pp. 160-1.

(6) El Prof. Fernández Pirla denomina al convenio de imputación, "principio de especialización de ejercicio "según el cual" la discriminación y atribución contable se ha de hacer llevando a cada ejercicio, y en orden a la determinación del resultado del mismo, los gastos, quebrantos, beneficios y rendimientos que económicamente al mismo corresponden con independencia del ejercicio en que tiene efectividad su pago o cobro". Teoría Económica de la Contabilidad.- Op. cit. pp. 164-5.

(7) Esta definicion resulta de trasladar el concepto general de renta al caso de la empresa de negocios. Hicks manifiesta: "cantidad de riqueza que normal y periódicamente afluye a un sujeto y que puede ser consumida sin disminución de la riqueza originaria" o "lo que una persona puede consumir durante un período de tiempo esperando encontrarse además al final del período en una situación tan buena como la que tenía al principio". J.R. Hicks: Valor y Capital.- Fondo de Cultura Económica. México, 1945 pp. 142 y sgts.

(8) El Prof. Fernández Pirla señala, en realidad, otras dos condiciones más: 1º) mantenimiento de la posibilidad de obtención de beneficios reales análogos en ejercicios siguientes, 2º) mantenimiento de la capacidad de servicio de la empresa.- Teoría Económica de la Contabilidad.- EJES. Madrid, 1960 pp. 162-64. Hemos defendido frente a la opinión del insigne maestro la condición de la conservación sustancial del patrimonio como la auténtica condición, en sentido est[illegible]ón de beneficios, en nuestro trabajo:

La información contable ante la variación del poder adquisitivo del dinero.- Revista Española de Financiación y Contabilidad Nº. 6. Abril-Junio, 1974. Pueden verse en especial pp. 261-73 de nuestra publicación, advirtiendo que en la pág. 270 línea 6 existe una errata sustancial, ya que debe decir "no son decisivas" en vez de lo contrario, para que exista concuencia con el contenido de nuestro punto de vista examinado en dicho artículo.

(9) "Se introduce una asimetría en los registros contables que contribuye a minorar el resultado porque toda pérdida, incluso simplemente probable, debe ser objeto de una provisión, mientras que una plusvalía no puede ser constatada sino en el momento en que su realización efectiva sea indiscutible.- En decir lo mas frecuente con ocasión de la cesión del elemento considerado". S. Watsevitch: Introduction à l'analyse financière de la croissance de la firme. Op. cit. p. 20.

(10) Ibid. p. 21.

(11) "La medición precisa de las operaciones de un ejercicio para períodos cortos exige que éste posea un conocimiento completo y cierto de los hechos futuros. El coste de una planta industrial cuyo uso se extiende a varios períodos fiscales no puede ser distribuido correctamente entre los períodos sin este completo conocimiento anticipado del alcance y valor de su uso en los períodos futuros. Sin certeza, los errores en el juicio podrían ser advertidos con frecuencia después de haber efectuado la distribución de los costes y algunos errores podrían no ser nunca enteramente descubiertos". E.O. Edwards & Ph. W. Bell: The theory and measurement of business income.- University of California Press. Berkeley, 1970 pp. 8-9.

(12) Puede consultarse: S. Watsevitch: Introduction à l'analyse financière de la croissance de la firme. Op. cit. pp. 21-2.

(13) Puede consultarse mi otro trabajo: Los principios de valoración en la doctrina contable: su aplicación.- Revista Española de Financiación y Contabilidad Nº. 4. Enero-Abril. 1973 -- pp. 145-9.

(14) Sobre este particular pueden verse las hipótesis establecidas por Edwards & Bell para que el beneficio contable fuera representativo, así como los fallos principales que se observan en la práctica y que, por lo tanto, hacen perder representatividad al beneficio contable.- The theory and measurement of business income. Op. cit. pp. 6 y sgts.

(15) Hay que hacer notar, de paso, que en ciertos países como Japón se permite corregir, aunque imperfectamente, la base de cálculo del resultado (ley de Actualización de Balances) o incluso se acude a estimular la dotación de reservas a efectos de paliar el riesgo de descapitalización motivado por el cálculo de resultados inflados (Fondo de Previsión para Inversiones, etc.).

(16) "El problema de la medición del resultado ha sido un problema especialmente acuciante en parte porque los economistas -

lo han enfocado con criterios esencialmente subjetivos derivados de las expectativas relativas a los hechos futuros, — mientras que los expertos contables han insistido en la objetividad y en la medición de los hechos reales, aunque a menudo hechos históricos desapreciadamente". E. O. Edwards & Ph. W. Bell: The theory and measurement of business income". Op. cit. p. VIII.

(17) En palabras de Vantoville: "Todas estas observaciones, estas alusiones a hechos bien conocidos no tienden sino a subrayar la relatividad de las medidas contables frente a los conceptos económicos; mejor aún, a poner en evidencia el contenido concreto de las diversas tasas de rentabilidad calculadas y a recordar las precauciones que conviene tomar en la interpretación de los hechos". "Introduction à l'analyse financière de la croissance de la firme" Op. cit. p. [illegible].

(18) En palabras de Edwards & Bell: "En ausencia de pagos de dividendos y nuevas aportaciones de los socios, el beneficio se mide al final del período calculando el valor actual de todos los cash-flows netos que los dirigentes esperan ganar — con los recursos propios existentes y substrayendo de este — valor subjetivo un cálculo similar efectuado al comienzo del período. Los economistas han argüido que esta diferencia expost en los valores subjetivos constituye la meta ideal de la contabilidad. Este concepto al ser subjetivo por definición no es susceptible de medición objetiva. Los economistas reconocen que esta deficiencia no puede ser evitada y sugieren únicamente que la variación entre los valores de mercado de los activos netos de la empresa es quizás la mejor aproximación". The theory and measurement of business income. Op. cit. pp. 24-5.

(19) A cash-flow concept of profit.- Journal of Finance Vol. XIX nº. 1. Marzo, 1964 pp. [illegible]. Reproducido en la obra editada por ARCHER & D'AMBROSIO: The theory of business finance.- — McMillan. New York, 1967 pp. [illegible]-21.

(20) Hay que tener en cuenta, en todo caso, que en un mundo incierto la tasa de capitalización exigida por los accionistas tendrá que ser superior a la correspondiente a los obligacionistas por el superior riesgo asumido por los primeros.- — Ibid. p.6.

(21) "La riqueza efectiva puede diferir de la riqueza esperada — por cualquiera de estas tres razones: El cash-flow del período es diferente del que se esperaba $C_1 \neq H_1$; los cash-flows esperados de los períodos futuros han cambiado desde el comienzo del período $H_1 \neq H_1$; la tasa de descuento ha variado. En un mundo de certeza en el que las expectativas siempre se cumplen y no cambian, la riqueza efectiva sería la misma que la riqueza esperada y aumentaría de período a período por la tasa de descuento de los accionistas multiplicada por la inversión inicial". Ibid. p. 12.

(22) La expresión general del resultado económico ex-post podría notarse de esta forma: $Re_j = C_j + S_j - \hat{S}_{j-1}$, para (j=1.2.....n), sabiendo que $\hat{S}_{j-1}$ representa el valor real de mercado de las acciones al comienzo del período j, esto es, después-

del reparto efectivo del dividendo que, naturalmente, no puede superar el montante del resultado económico ex-post. Evidentemente, si el dividendo repartido equivaliese siempre exactamente al resultado económico ex-post de cada período, $\hat{S}_{j-1} = (C_{j-1} - Re_{j-1}) + S_{j-1} = S_0$, con lo que $Re_j = C_j + S_j - S_0$; en ese caso, la porción del cash-flow retenido ($C_{j-1} - Re_{j-1}$) sería reinvertida en el negocio incidiendo sobre el volumen de los cash-flows de los períodos siguientes: Ahora bien, si se repartiese un importe superior al resultado económico ex-post del período, el exceso no representaría pago de dividendo sino un reintegro parcial de la inversión a los socios, lo que haría que $\hat{S}_{j-1} < S_0$ y la forma general de expresión del resultado económico ex-post debiera emplearse; algo parecido puede decirse cuando el dividendo efectivo es inferior al resultado económico ex-post, ya que entonces $\hat{S}_{j-1} > S_0$ debiendo emplearse la expresión general.

(23) Así es definido por Edwards & Bell: The theory and measurement of business income. Op. cit. pp. 38 y sgts.

(24) D. Bodenhorn: A cash-flow concept of profit. Op. cit. p. 12.

(25) Esta explicación es meramente ideológica, representando el punto de vista de la economía capitalista. Por contra, la economía socialista habla de plusvalía como el excedente económico obtenido por encima de la reproducción de los factores de producción consumidos (trabajo y capital); la asignación de dicha plusvalía al capital (economía capitalista) es considerada por los autores [illegible] como una apropiación indebida a costa del trabajo.

(26) Se supone que no han existido a lo largo del período ni colocación de nuevas acciones ni recompra, amortización o reducción del capital social.

(27) Introduction à l'analyse financière de l'entreprise. Op. cit. p. 24.

(28) Edwards & Bell señalan que si existiera competencia perfecta el valor del mercado de los activos de la empresa sería independiente de la composición de los activos que hubiera elegido. Sin embargo, como ello no es así, es muy probable que el valor global de la empresa supere la suma de los valores de mercado de los activos individuales, pues de lo contrario se liquidaría el negocio y se invertiría el producto obtenido a la tasa de interés sin riesgo. He aquí una objeción posible a la valoración analítica aplicada a efectos de calcular el resultado contable.- The theory and measurement of business income. Op. cit. p. 37.

(29) Se supone que durante el período no han existido aumentos de capital ni reintegros del mismo a los accionistas. Si hubiera habido movilidad en la cifra del neto patrimonial, al montante final resultante habría que detraerle o aumentarle la cuantía de las ampliaciones o reducciones de los recursos propios respectivamente, a efectos de poder compararlo con el neto inicial y proceder así a la medición del resultado contable ex-post.

(30) La expresion general del resultado contable ex-post podría enunciarse de esta forma: $Rc_j = C_j + S'_j - \hat{S}'_{j-1}$, para (j=1,2, ..., n), sabiendo que $\hat{S}'_{j-1}$ representa el montante contable de los recursos propios al comienzo del período j, esto es, después del reparto efectivo del dividendo que, naturalmente, no puede superar el importe del resultado contable ex-post del período j-1. Lógicamente, si el dividendo repartido equivale siempre al total del beneficio contable $\hat{S}'_{j-1} = (C_{j-1} - Rc_{j-1}) + S'_{j-1} = S'_j$, con lo que $Rc_j = C_j + S'_j - S'_0$; en ese caso, la porcion del cash-flow $(C_{j-1} - Rc_{j-1})$ sería reinvertida incidiendo sobre los cash-flows futuros. Sin embargo, se reparte una suma superior al beneficio contable ex-post, el exceso representa reintegro de capital, lo que haría que $\hat{S}'_{j-1} < S_0$, debiendo emplearse entonces la expresión general; asimismo debe utilizarse la expresión general, si el dividendo repartido fuera inferior al resultado contable ex-post puesto que $\hat{S}_{j-1} > S_0$.

(31) La correspondencia entre resultado económico ex-post y resultado contable ex-post puede obtenerse fácilmente restando las expresiones respectivas por lo que se llega a esta equivalencia: $Rc_1 = Re_1 + (S'_1 - S'_0) - (S_1 - S_0)$ y como expresión general: $Rc_j = Re_j + (S'_j - S'_{j-1}) - (S_j - S_{j-1})$. La coincidencia entre ambos conceptos queda supeditada a que los valores de mercado de los recursos propios final (exclusión hecha del cash-flow recibido) e inicial coincidiesen con sus importes contables reflejados a través de la valoración analítica o individual de los componentes patrimoniales.

(32) "Una complicación suplementaria proviene del hecho de que la contabilidad de las firmas monopolistas (y esto es tanto más cierto cuanto más crece la diversificación de las producciones) termina por enmascarar en parte la autofinanciación, pues una parte del beneficio no aparece en el resultado, sino que se encuentra directamente enmascarado, bien por un aumento artificial de la partida de amortizaciones, bien en forma de "gastos generales" (y este es concretamente el caso de los puestos de investigación)" J. Delilez: Los monopolios.- Comunicación Serie B. Madrid, 1972 pp. 47-8.

(33) Delilez refiriéndose a los datos contables que presentan las grandes compañías manifiesta: "estos datos están muy marcados por la estrategia de las firmas y la imagen que ellas quieran dar (y que efectivamente hacen dar a sus servicios de contabilidad), tanto a los accionistas (de los cuales existen varias categorías, como más adelante se verá) como al "público" en la medida en que el lanzamiento de nuevas suscripciones y las manipulaciones de los paquetes de acciones están más o menos condicionados por el "estado de cuentas" de la sociedad". Ibid. p. 47.

(34) Esta misma opinión aparece expuesta en el trabajo de L. del Arco: Sistema fiscal, inversión y financiación de inversiones.- Boletín de Estudios Económicos nº 90. Diciembre, 1973 p. 698.

(35) Vid. Capítulo 9 del presente trabajo.

(36) Wanty y Halberthal señalan que "el capital inicial, directamente utilizado en una actividad específica dada, sirve indirectamente para financiar parcial o totalmente nuevas actividades, gracias a los beneficios que la primera actividad no cesa normalmente de proporcionar a lo largo de su existencia" - La stratégie d'entreprise à long terme. Op. cit. p. 226.

(37) "Evidentemente se puede representar, en principio, desde un punto de vista cuantitativo y "abstracto", el crecimiento - de los capitales como una reproducción ampliada en valor, es decir, como una agregación de una parte del beneficio, cada vez que el producto se realiza, al capital inicial, una vez hecha la deducción del beneficio que se destina al consumo - capitalista (y hoy día, habría que añadir, hecha la deduc- - ción de la "cotización" entregada por cada capitalista al estado, que a fin de cuentas tiene necesidad de estas entregas para asegurar a nivel social, la reproducción del capital)". J. Delilez. Op. cit. pp. 49-50.

(38) The economics of corporation finance.- Mc Graw Hill. New - - York, 1971 pp. 156-57.

(39) "en la práctica real, es a menudo difícil distinguir clara-- mente entre los recursos requeridos para la reposición y para la expansión, sobre todo en períodos de cambios considerables de precios y/o de cambios tecnológicos." Ibid. p. 174.

(40) Sobre las distintas clases de inversiones pueden consultarse: H. Peumans: Valoración de proyectos de inversión.- Deusto. Bilbao, 1967 pp. 25 y sgts.; A. Sprenkle: Amortización y autofinanciación.- Boletín de Estudios Económicos nº 90. Diciembre, 1973 pp. 648 y sgts.

(41) "En la práctica, no siempre es fácil distinguir las diversas categorías de inversión. La racionalización y la renovación -- pueden conjugarse. Una inversión de racionalización puede ser simultáneamente una inversión de renovación y una inversión de expansión." Ibid. p. 28.

(42) Pueden consultarse: E.M. Lerner & W.T. Carleton: A theory of financial analysis. Op. cit. pp. 49-60; S.P. Dobrovolsky: -- The economics of corporation finance. Op. cit. pp. 166-5; D. Soderberm: A cash-flow concept of profit. Op. cit. pp. 15 y sgts.

(43) Lerner y Carleton definen la depreciación contable Δa como la tasa utilizada a efectos de calcular la dotación contable representativa del consumo de los activos fijos, mientras -- que la depreciación económica Δe sería la tasa de reducción respecto a la capacidad esperada de generación de renta de los activos depreciables, con lo que el valor contable y el valor económico de los activos puede diferir. En el caso concreto de $\Delta a - \Delta e > o$, la empresa ensancha la base de obtención de beneficios futuros, con lo que asciende la corriente esperada de beneficios, e incluso el valor de las acciones de la empresa. En definitiva, se produce una expansión - paulatina del tamaño de la empresa. The theory of financial analysis. Op. cit. p. 55.

(44) Lerner y Carleton señalan que cuando la amortización contable supera la amortización económica, los accionistas reciben un beneficio permanente porque el Estado financia de hecho, una porción del crecimiento de los beneficios de la empresa. Así, la amortización contable acelerada reduce la base imponible y por ello la carga fiscal es menor, liberando fondos para la expansión. Si los fondos liberados se reinvierten, la compañía puede disfrutar de los beneficios que otorga este método de amortización contable; si no se invierten, los beneficios son sólo transitorios, pues más adelante las bases serán mayores. Ibid. pp. 49,55-7. Puede verse igualmente el trabajo de L. Del Arco: Sistema fiscal, inversión y financiación de inversiones. Op. cit. pp. 704 y sgts. El autor sostiene, entre otras cosas, que la amortización acelerada equivale a un préstamo sin interés otorgado por el Fisco a favor de las empresas que utilizan este procedimiento.

(45) En el caso de que existan beneficios retenidos, no hay duda de que la dotación por amortizaciones supone una adición complementaria de recursos. Sin embargo, si no existen beneficios retenidos porque el resultado contable es negativo, la autofinanciación bruta puede ser positiva o negativa. Así, si las amortizaciones equivalen al importe de la pérdida contable, la autofinanciación bruta es nula; si las amortizaciones superan la pérdida contable, la autofinanciación bruta es positiva y equivale a la diferencia entre ambas magnitudes, mientras que si la pérdida contable suma más que las amortizaciones, la autofinanciación bruta es negativa (reducción de recursos) y equivale a la diferencia entre ambas. Por eso, en puridad de términos, el componente que comentamos del estado de pérdidas y ganancias gerencial puede ser positivo o negativo y sólo puede definirse como suma de beneficios retenidos más amortizaciones en el caso concreto de que el resultado contable sea positivo o nulo. En los demás casos, la autofinanciación bruta (positiva o negativa) se definiría como la diferencia entre las pérdidas contables y las dotaciones a las amortizaciones. Vid. K. Peumans. Valoración de proyectos de inversión. Op. cit. p. 129.

(46) A Spranzi: Amortización y autofinanciación. Op. cit. pp. 652-53.

(47). Aunque en teoría, pudiera pensarse que los recursos procedentes de la amortización deberían mantenerse ociosos hasta la fecha de la reposición, en la práctica no es así, pues en una compañía con vida ilimitada se adquieren continuamente nuevos activos rentables y los recursos procedentes de la amortización se usan junto con los recursos financieros de otras procedencias para realizar estas adquisiciones. S. P. Dobrovolski: The economics of corporation finance. Op. cit. p. 161.

(48) Peumans señala que las cantidades liberadas están destinadas a financiar inversiones de renovación, pero como la liberación es gradual a lo largo de toda la vida útil de los bienes, el principio de productividad plantea la afectación eventual de las inversiones. Apunta el autor varias posibilidades de inversión: a) adquisición de títulos-valores fá- [illegible] solución que sólo tiene sentido en ca

sos excepcionales; b) adquisición de activos inherentes al ciclo normal de operaciones; c) inversiones de expansión. - Poumens concluye que la experiencia práctica demuestra que es posible financiar sin dificultades financieras la expansión más allá de la renovación, con ayuda de cantidades liberadas por amortización. Valoración de proyectos de inversión. Op. cit. pp. 136-7.

(49) Seguimos para exponer este punto los desarrollos mostrados por Dobrovolski en su obra: The economics of corporation finance. Op. cit. pp. 165 y sgts. y también los mostrados por E. Vatteville: Introduction à l'analyse financiere de la -- croissance de la firme. Op. cit. pp. 50 y sgts. A Bienaymé: La croissance des entreprises. Tomo I pp. 207 y sgts. También pueden consultarse: H. Poumens: Valoración de proyectos de - inversión. Op. cit. pp. 131 y sgts. y A. Sprauni: Amortización y autofinanciación. Op. cit. pp. 662 y sgts. en los que se expone el llamado efecto Richti-Lohmann o expansión de capacidad a través de los fondos liberados a través de la amortización.

(50) Hay que tener presente que, de acuerdo con la hipótesis que venimos defendiendo para la gran empresa moderna, el presupuesto de capital no es un dato que determina el montante de los recursos financieros requeridos para la expansión, - sino que más bien es al revés. Bajo esta interpretación más realista, a nuestro juicio, habría que decir más bien que - en la empresa cuyos recursos permanentes brutos (incluídas - las dotaciones a las amortizaciones) crecen a la tasa curulativa g, parte de las inversiones de expansión propiamente dichas que se lleven a cabo serán cubiertas por los excedentes de la amortización sobre las reposiciones y, en otras palabras, que a una determinada tasa de expansión de los recursos permanentes netos corresponde una mayor tasa de aumento de las inversiones de expansión de la compañía.

(51) Se puede demostrar fácilmente las derivadas $\partial \alpha_1 / \partial g < 0$ y $\partial \alpha_m / \partial a < 0$

(52) Vid. A. Bienaymé: La croissance des entreprises. Tomo I p. - 209, quien remite al trabajo de J. Fitry: Amortissement et - autofinancement.- Revue Politique. nº 3-4, 1966 pp. 735-47. Puede consultarse también el trabajo de B. Norvat: The - depreciation multiplier and a generalised theory of fixed capital.- The Manchester School. Sept. 1968.

(53) Pasamos por alto otras incidencias que pueden derivarse del empleo de métodos de amortización acelerada. Así, el valor actual de las expectativas de beneficios, que determina el - valor de mercado teórico de las acciones, sube gracias a la redistribución temporal de la carga fiscal favorable a la - empresa que representa el método de amortización acelerada; igualmente, ante posibles riesgos de pérdidas, tanto más probables a medida que los activos envejecen, la utilización de métodos de amortización acelerada pueden reducir la carga -- fiscal total, teniendo en cuenta el régimen restrictivo que ofrecen las leyes fiscales en cuanto a la compensación de -- pérdidas, etc. Para mayor detalle sobre estos puntos puede consultarse: S.P. Dobrovolski: The economics of corporation finance. Op. cit. pp. 170-74.

(54) La dépreciation du capital et le sujet économique.- SEDES. París, 1958 p. 255. Expresión recogida en la obra de E. --- Vatteville: Introduction à l'analyse financière de la croissance de la firme. Op. cit. p. 53.

(55) Las consecuencias de la inflación sobre el proceso expansivo de las compañías son, como es natural, de distinto signo, -- abarcando otras muchas facetas además del fenómeno que hemos señalado. Vid. A. Bienaymé: La liaison entre la rentabilité et la croissance de la grande entreprise et le rôle de l'erosion monétaire. Trabajo incluído en la obra: La maîtrise de la croissance de l'entreprise. Op. cit. pp. 142-51.

(56) "Las inversiones financieras a medio y largo plazo presentan problemas similares a los de la formación del capital físico. Su importancia es incluso cada vez más grande en razón al -- crecimiento del endeudamiento interempresas y al desarrollo de los lazos financieros permanentes entre compañías". E. -- Vatteville: Introduction à l'analyse financierè de la croi-- ssance de la firme. Op. cit. p. 49.

(57) Puede consultarse el trabajo empírico relativo a las empre-- sas españolas en el que se puede apreciar la correlación entre política de dividendos y de ampliaciones de capital co-- rrespondiente a los últimos años, expuesto por A. Sánchez - Real: Las ampliaciones de capital. Su eficacia como criterio de inversión. Op. cit. pp. 32 y sgts.

(58) La teoría financiera americana está montada, por ejemplo, sobre un esquema ideológico similar. Vid. Ch. W. Haley & L.D. Schall: The theory of financial decisions. Op. cit. pp. 3-4 y 25 y sgts.

(59) Sánchez-Real comenta que, en ciertas ocasiones, los dirigentes empresariales, amplían el capital social no porque sea - conveniente o no desde el punto de vista económico para el - negocio, sino porque eso "gusta" en bolsa. En definitiva, la ampliación de capital es más bien una decisión política tomada por los responsables de la sociedad que una decisión amparada escuetamente en factores de naturaleza económica en sentido estricto.- Las ampliaciones de capital. Su eficacia como criterio de inversión. Op. cit. pp. 7-10.

(60) "En tanto la empresa pueda invertir a un tanto de rentabilidad superior al tipo de interés de mercado, aquélla aumenta el valor actual de su cash flow (dividendos). Haley & Schall: The theory of financial decisions. Op. cit. p. 31. Como tuvimos ocasión de ver en el Capítulo 6 de nuestro trabajo, el - valor actual de la corriente de dividendos establece el va-- lor teórico de mercado de las acciones.

(61) Puede verse E. Vatteville: Introduction à l'analyse financierè de la croissance de la firme. Op. cit. pp. 54-5. Nuestra exposición varía con respecto a la que ofrece este autor, en cuanto que incorporamos junto a la propensión a endeudarse, la propensión al aumento del capital en acciones.

(62) Podría establecerse este mismo razonamiento en base a la autofinanciación neta o beneficios retenidos y la captación neta de recursos externos, en vez de tomar como base la autofinanciación bruta, considerando que la composición de la estructura financiera se amplía mejor a la primera. En este caso, $\Delta A = \Delta A_1 + \Delta A_2$ denominando ΔA_1 el aumento en concepto de beneficios retenidos e ΔA_2 el aumento por [illegible] amortizaciones, provisiones, saneamiento de activos y desinversiones, [illegible] $\Delta B'/\Delta A_1$, debiendo adicionarse $\Delta A_2/\Delta A_1$ para [illegible]

(63) Teoría del crecimiento de la empresa. Op. cit. pp. 34-5

(64) Vid. L. Cambiano & J.L. Cea: Los grupos de empresas: consolidación y censura de sus estados financieros. Op. cit. pp. 23 y sgts.

(65) Una exposición detallada del problema de la consolidación de estados financieros y de las operaciones contables a practicar puede verse en nuestra obra aludida. Ibid. pp. 46-87 y 174-231.

(66) El pago de las empresas adquiridas o de los paquetes de acciones tomados puede hacerse con efectivo disponible, emitiendo acciones u obligaciones pagando con el líquido obtenido, emitiendo acciones para canjear con las de las compañías absorbidas, reconociendo el pago aplazado de las acciones cedidas, etc. Ni que decir tiene que cuando el pago no se efectúa con efectivo disponible, la compra de otras empresas o de paquetes de control implican también un crecimiento de los recursos financieros permanentes de la matriz, con independencia del incremento percibido a través de los recursos ajenos permanentes y de los intereses minoritarios de las firmas adquiridas.

(67) En nuestra obra "Los grupos de empresas..." formulamos distintos criterios de interpretación financiera de los intereses minoritarios a nivel de la matriz. Ibid. pp. 232-34.

(68) Puede consultarse el Capítulo 9 del presente trabajo y en particular, sus dos primeros apartados.

(69) Boletín de Estudios Económicos de la Universidad Comercial de Deusto nº 90 Vol. XXVIII. Diciembre, 1973 pp. 679-87.

(70) Hay un error en el texto original al despejar la expresión relativa a esta restricción. Puede comprobarse en las relaciones [11] y [12] del artículo del autor.

(71) En el mencionado artículo de C. Romero, éste incluye un ejemplo numérico del modelo planteado referente a los datos de una compañía española siderometalúrgica, en el que los valores de u y V se definen como el promedio de estos valores en una decena aproximadamente de otras compañías de semejante envergadura encuadradas en el mismo sector de actividad que la firma tomada como ejemplo.

(72) Las variables y^+ e y^- miden respectivamente las magnitudes en que el mejor crecimiento realizable supera o no alcanza la tasa de crecimiento que se definió como meta satisfactoria a obtener. Evidentemente, $y^+, y^- \geq 0$, pero además de ser la variable excedente y la variable deficitaria positivas, la solución óptima garantiza que una de ambas o las dos son negativas, esto es, $y^+ \times y^- = 0$, por lo que no es preciso incluir esta última expresión como una restricción explícita del modelo. Vid. J.C.T. Mao: Análisis financiero. Op. cit. pp. 95 y sgts.

(73) "Las restricciones impuestas a las distintas clases de grandes empresas no son unicamente internas y controlables por la Dirección. Muchas de ellas, por el contrario, son el marco constitucional o social de la economía. Las reglas del juego no son las mismas para todas las empresas y muchas de estas reglas son demasiado sutiles para prestarse al análisis cuantitativo. Sin embargo, cuando las diferencias institucionales son lo bastante importantes como para crear comportamientos diferentes, es preciso tenerlas en cuenta e incorporarlas a los modelos. Esto es muy importante, si queremos comprender bien la influencia que pueden tener las diferencias de comportamiento de las grandes empresas sobre el funcionamiento general de la economía" J.H. Jenny "La récherche opèrationnelle: sa nature, son champ d'application et quelques comentaires sur l'influence qu'elle peut avoir sur les regularisations des fluctuations économiques" Trabajo incluido en la obra editada por Boulding & Spivey: La programmation lineaire et la theorie de l'entreprise. Op. cit. p. 166.

(74) Vid. A. Charnes & W.W. Cooper: Management models and industrial applications of linear programming.- John Wiley & Sons. New York, 1961: Y. Ijiri: Management goals and accounting for control.- North Holland Publishing Co. Amsterdam. 1965 (hay versión española bajo el título: Análisis de objetivos y control de gestión.- IGE. Madrid, 1975). Hao recoge en su obra Análisis financiero un resumen altamente ilustrativo de los fundamentos de esta teoría de análisis. Op. cit. pp. 94 y sgts.

(75) En cierto modo, restricciones y metas pueden ser conceptos intercambiables en muchos casos. En otro lugar del presente trabajo, ya tuvimos ocasión de extendernos un poco más sobre este aspecto. Pueden consultarse a este respecto los trabajos de H.A. Simon: On the concept of organizational goal. Artículo incluido en la obra editada por H.I. Ansoff: Business Strategy. Op. cit. pp. 240 y sigts. y de C.A. White: Objectifs multiples de l'entreprise. Artículo recogido en la obra editada por Boulding & Spivey: La programmation lineaire et la theorie de l'entreprise. Op. cit. pp. 193 y sgts.

(76) El dominio en las afiliadas por parte de las empresas del grupo puede ser total o parcial. Por eso, $t_{jk} + \sum_{j=1}^{n} t_{jk} \leq 1$,

$\forall k$, mientras que la participación de las empresas del grupo en la matriz será parcial. Por eso, $\sum_{j=1}^{n} t_{jk} < 1$

(77) Un estudio exhaustivo de este problema ha sido acometido por T.W. Ruefli: Planning in decentralized organizations. (Tesis Doctoral). Publicada en forma reducida bajo el título: "PIBS. An analytical approach" en Studies in Budgeting, 1971. Es digno de mención el trabajo del Prof. Caribano: La elaboración de modelos presupuestarios (no publicado) que amablemente nos ha proporcionado para obtener nuevas ideas sobre este tema.

(78) Pueden consultarse los trabajos de Donald F. Eslick, Samuel Richardson Reid, etc. en la obra de J.M. Blair: Economic concentration. Op. cit. pp. 185 y sgts. existe una referencia de los principales estudios [illegible]

de esta clase junto con su con[illegible] bibliográ-
fica.

(79) Vid. J.K. Galbraith: El nuevo estado industrial. Capítulo 13 Op. cit. pp. 171-81.

(80) Vid. Epígrafes 2.2.4. y 2.2.5. del presente trabajo.

(81) Vid. A. Bienaymé: La croissance des entreprises. Tomo 2. Op. cit. pp. 62 y sgts., 89-90; J.C. Van Horne: Fundamentals of financial management. Op. cit. pp. 459 y sgts.

(82) A. Bienaymé. Op. cit. p. 87.

(83) La filosofía o razón de ser del conglomerado financiero al - que la mayor parte de las grandes compañías van con[illegible] no puede esquematizarse hasta tal punto que [illegible] que son únicamente los móviles financieros los que impulsan el proceso. En nuestra -- opinión, los móviles financieros son una causa de primer orden, aunque [illegible] distinto signo que coadyuvan al crecimiento del proceso. La estabilidad de los beneficios, la descentralización de la gestión, incluso la legislación antimonopolio vigente, etc. [illegible] considerarse como causas estimulantes.

(84) A. Bienaymé. Op. cit. pp. 87-8

(85) Ibid pp. 80 y sigts.

(86) Para absorciones [illegible] de recursos financieros [illegible] colocar una [illegible] de activos financieros, cuestión [illegible] que el canje de acciones. [illegible] como [illegible] la emisión de acciones con [illegible] emitir acciones con [illegible] sin provocar [illegible] al público inversor. Los [illegible] por esta vía, [illegible] pero comprometer [illegible] dilución [illegible] beneficios [illegible] con la colocación de [illegible] mejor la cotización [illegible].

(87) A. Bienaymé. Op. cit. pp. 115.

(88) Puede consultarse el capítulo [illegible]. Igualmente puede consultarse [illegible]: Valoración de proyectos de inversión. Op. cit. [illegible] 10 pp. 247 y sgts. y el propio trabajo de A. Bienaymé: op. cit. pp. 105 y sgts.

(89) "Cuando un título se negocia activamente, su cotización se - vuelve significativa, porque resulta de una apreciación emitida por las fuerzas anónimas del mercado financiero. Se dispone entonces, antes de anunciar la operación de fusión, de -- una base relativamente objetiva y [illegible] de la evaluación - de la empresa." A. Bienaymé. Op. cit. p. 117.

(90) "Una absorción [illegible] significaría que incrementa el precio de mercado de [illegible] de la empresa [illegible] que [illegible] si la combinación no se hubiere

efectuado." J.C. Van Horne: Fundamentals of financial management. Op. cit. p. 473.

(91) El importe [illegible] inicial [illegible] neto por acción de la absorbente [illegible] de la diferencia existente entre los P/R respectivos [illegible] de $R_a - R_b > 0$, así como de la magnitud en términos relativos entre los beneficios totales [illegible] y los de la absorbente. Así, cuanto mayor sea la [illegible] de los P/R y cuanto mayor sea la magnitud relativa [illegible] de la absorbida con [illegible] tanto mayor es el [illegible] del beneficio [illegible] por acción. [illegible] incluye un gráfico [illegible] relación [illegible] Fundamentals of financial management. Op. cit. pp. 474-5.

(92) Van Horne dice que si la [illegible] de los capitalistas-propietarios fuese la meta esencial [illegible] seguida por el comité [illegible] el beneficio neto por acción que sería el auténtico criterio de decisión. [illegible] por el crecimiento. No es difícil [illegible] de la [illegible] es más [illegible] que el crecimiento [illegible]. Ibid. pp. 471-2.

(93) Esto puede comprobarse por cuanto que $\left[R_a+B_b/n_a+x\right]n_a-R_a$ equivale a $R_b-\left[R_a+R_b/n_a+x\right]x$. [illegible] hay que advertir que la posible existencia [illegible] de la [illegible] circunstancia.

(94) [illegible] de la [illegible] riesgo [illegible] con lo que [illegible] una [illegible] y [illegible] son una [illegible] esto [illegible] dificultad [illegible] otras compañías [illegible] estos [illegible] mayor riesgo. [illegible] negociación [illegible] empresa plantea en la práctica [illegible] de esta naturaleza, la [illegible] ventajosa para las dos partes. Vid. [illegible]: La croissance des entreprises. Tomo 2. Op. cit. p. 119.

(95) Ni que decir tiene que cuando $R_a < R_b$, los beneficios netos por acción de la absorbente [illegible] disminuyen y más aún, si los accionistas [illegible] reconocer un precio a las acciones de la absorbida superior al que rige en el mercado: $R_a < R_b < R_b^c$. [illegible] los comentarios y el ejemplo que [illegible] muestra A. [illegible]: La croissance des entreprises. Tomo 2. Op. cit. pp. 116 y -

(96) La ganancia de capital por acción de la absorbida equivale a la diferencia $P_b^c - P_b > 0$. La demostración es obvia: $(x'P_a - n_b P_b)/n_b$; $(m'n_b P_a - n_b P_b)n_b$ y substituyendo $m' = P_b^c/P_a$, se llega a la diferencia aludida.

(97) Pueden verse ejemplos numéricos elementales de los mecanismos señalados en las obras de A. Bienaymé. Op. cit. Tomo 2 pp. 63-64, J.M. Blair. Op. cit. p. 295 y J.C. Van Horne. Op. cit. pp. 473. y sgts.

(98) Vid. J.C. Van Horne. Op. cit. p. 479.

(99) Dobrovolsky señala que la alternativa más atractiva de expansión de la gran empresa no es aquélla que augura la máxima elevación del precio de las acciones, sino la que mejor satisface las aspiraciones de los dirigentes compatible con un mínimo de subida del precio de la acción. En nuestra opinión, incluso cabe la absorción de una empresa impulsada por el afán expansivo de los dirigentes, aunque esta transacción deprima el precio de la acción de la absorbente dentro de un límite de tolerancia que siempre admitirá el mercado sin riesgo apenas para aquéllos. Pueden consultarse las sugestivas opiniones de dicho autor sobre los criterios de evaluación proyectados desde la perspectiva de los administradores. Vid. The economics of corporation finance. Op. cit. pp. 176 y sgts

(100) Bienaymé expone en qué casos y circunstancias una compañía puede absorber a otra que tenga un PER más elevado, a pesar de causar dilución en los beneficios de los accionistas contiguos de la adquirente, o sea, una caída temporal del beneficio por acción. Op. cit. Tomo 2. pp. 118 y sgts.

(101) En consecuencia, las características de la operación serían éstas: $m' = P_b^c/P_a^c$ y $m'n_b = x'$; $P_a^c \leq P_a$, $P_b^c \geq P_b$, $R_a^c \leq R_a$, $R_b^c \geq R_b$, con la condición general para que exista dilución de beneficios por acción. $R_b^c > R_a^c$, tanto sea $R_b \gtrless R_a$ y, para el caso específico de que $R_b > R_a$ se supondrá $(R_a^c - R_b^c) < (R_a - R_b) < 0$ para que existe un incentivo de canje a favor de los socios de la absorbida.

(102) Van Horne muestra un gráfico de esta naturaleza, si bien sólo contempla una sola alternativa para el módulo de canje. Fundamentals of financial management. Op. cit. p. 476.

(103) Una visión completa del problema de las absorciones y sus repercusiones dentro de la estrategia de crecimiento externo de la gran empresa exigiría aludir también a la representación contable de estas operaciones dentro de los registros de esta última. Así, la absorción puede realizarse sin necesidad de disolver la empresa mencionada o haciendo desaparecer ésta. La incidencia contable es distinta y, sobretodo, lo es para el caso de integración de los activos y pasivos de la absorbida dentro del patrimonio de la absorbente, según que predomine el criterio de figurar la plusvalía pagada por encima del valor técnico contable como un goodwill amortizable y como una minoración del valor de las acciones propias puestas en circulación. La diferente práctica [illegible] de deparar unos beneficios netos por [illegible] distinta cuantía.

(104) J.C. Van Horne: [illegible] cit.

(105) Evidentemente, no es necesario [illegible] el problema en el [illegible] exclusivo del crecimiento externo y diversificado. Así, también puede plantearse una optimización [illegible] referida a varios proyectos de [illegible] diversificada, tratando de optimizar el valor de todos [illegible] para los recursos financieros disponibles, o bien la selección entre varios proyectos de expansión externa y diversificada planteando una meta semejante. Sin embargo, el planteamiento del problema en los términos descritos da mayor generalidad y puede encajar mejor en la [illegible] del holding puro o del conglomerado [illegible].

(106) Debe tenerse [illegible] α_i [illegible] una [illegible] de control, sino aquélla que resulta [illegible] condiciones [illegible] de [illegible] de los títulos. Así, puede haber casos en los que no [illegible] adquirir [illegible] títulos de los mínimos necesarios para ejercitar el control efectivo en [illegible]; supongamos que existe una [illegible] mínima α_i(min.) y que se [illegible] un error de [illegible] β_i, por lo que [illegible] control es [illegible] adquirir [illegible] para los efectos jurídicos [illegible] poder todo el [illegible], con la [illegible] que el número de acciones [illegible] la diferencia α_i(min.) $- \beta_i$. En ese caso, α_i' [illegible] correspondería [illegible] que se puede adquirir dadas las condiciones [illegible], con lo que α_i representaría no la [illegible] mínima de control, sino una [illegible] mayor en razón a las [illegible]. En casos límites, la [illegible] de la empresa, esto es, α_i [illegible] 1.

(107) [illegible] α_i'. [illegible] $\alpha_i' \cdot n_i$ [illegible] de [illegible] α_i' [illegible].

(108) [illegible] cuando γ_i [illegible] el orden en cuanto a la selección [illegible] en R_i/P_i.

(109) P[illegible] y las ventajas de [illegible] del presente trabajo [illegible] el Capítulo [illegible] de la obra de J.C.T. [illegible] cit. [illegible] y sgts.

(110) E. Prieto [illegible] de la exposición [illegible] Op. cit. pp. 79 y sgts. [illegible]

(111) [illegible] Chandler y Dahl, etc. [illegible]

Análisis financiero. Op. cit. pp. 215-25.

(112) [illegible] incluir el mismo modelo en versión de la función tradicional de los beneficios de los [illegible]-propietarios. Su exposición condensada sería: Max. $\sum_{i=1}^{n} \lambda_i \alpha_i B_i$ sometida a que $\sum_{i=1}^{n} \lambda_i F_i \leq I$, y, $0 \leq \lambda_i \leq 1$, $(i = 1,2,....n)$ siendo λ_i un número entero.

(113) Una exposición detallada del proceso de toma de control de otras empresas en el que se estudian los trámites, incidencias, etc., así como puede verse en la obra de [illegible]: La croissance des entreprises. Tomo 2. op. cit. pp. 72 y sgts.

CONCLUSIONES

PRIMERA PARTE: LA EMPRESA EN EL CONTEXTO HISTORICO, ECONOMICO Y SOCIAL

1ª) La concentración economica es una característica fundamental de las economías de mercado desarrolladas, ya que es inherente al proceso de evolución del capitalismo. En consecuencia, el grado de concentración tiende a acentuarse inexorablemente a medida que aumenta el nivel de renta de las economias capitalistas.

2ª) Las empresas de gran tamaño que operan dentro del capitalismo avanzado son centros de poder dotados de una elevada autonomía y su actuación prácticamente configura el funcionamiento de todo el sistema económico. Las formaciones oligopolísticas son una caracteristica remarcable de los distintos mercados (de productos, de trabajo y de capitales), por lo que la supuesta soberanía del mercado se subordina de hecho, en buena parte, a la actuacion desplegada por las grandes empresas.
El poder de mercado detentado por las unidades productivas de gran tamaño permite afianzar su supervivencia a largo plazo, al poder planificar sin grave riesgo sus políticas de actuación en las distintas áreas o subsistemas empresarialcs.

3ª) La expansión de las empresas capitalistas depende decisivamente de la facilidad con que éstas cuenten para procurarse recursos financieros permanentes, de tal modo que aquéllas que disponen de financiacion cómoda y abundante se encuentran en situación optima para incrementar su dimensión ininterrumpidamente. El poder de mercado detentado por las grandes compañías les otorga condiciones favorables para generar recursos internos y para captar recursos financieros externos. En concreto, la estructu-

ración del mercado de capitales, por distintos motivos, discrimina en favor de las principales unidades productivas del sistema, mientras que las demás, salvo excepciones aisladas, son incapaces de remover eficazmente los obstáculos que se oponen a su acceso a los canales financieros. Ante este estado de cosas, la concentración y centralización de los capitales del sistema económico [illegible] progresivamente.

4º) El intervencionismo estatal en sentido amplio, dentro de las economías [illegible] avanzadas es muy acusado, pero las medidas intervenciones que regulan la vida económica apenas son capaces de modificar el status de poder de las grandes corporaciones y, en general, el intervencionismo publico se obliga sustancialmente a las necesidades de estas entidades, pues la prosperidad del sistema depende en gran medida del funcionamiento de las mismas.

5º) Dentro del proceso de expansion de la gran empresa, la diversificacion de sus líneas de explotacion acaba por convertirse, antes o despues, en una necesidad imprescindible, tanto para dar salida a los ingentes recursos financieros que de forma cuasiautomática fluyen a sus manos, como para apuntalar su continuidad merced a la reducción de los riesgos que comporta la diversificacion creciente. La diversificacion expansiva se produce a través de dos vías: a) proyectando nuevas inversiones internamente; b) adquiriendo empresas en funcionamiento. De otro lado, la diversificacion se centra tanto dentro del área geografica habitual de operaciones como fuera de ella. Pues bien, la expansion conglomerada multinacional, con alto predominio de adquisiciones externas de empresas representa el escalón superior del proceso de evolucion experimentado por las principales compañías radicadas en los países de mayor índice

de progreso. Finalmente, en la etapa del capitalismo monopolista de base gerencial no es el crecimiento de la empresa el subproducto logico de la diversificación de la misma, sino más -- bien al revés.

6ª) La concentración económica actualmente observada en los países desarrollados responde, en primer término a móviles de naturaleza financiera y, en bastante menor medida, a factores de naturaleza tecnológica o de economías de escala. Puede constatarse empiricamente la gradual pérdida de importancia de la concentración de tipo horizontal y vertical y el ascenso paulatino de la concentracion conglomerada.

7ª) No existe una dimension límite infranqueable en el proceso de desarrollo de la empresa capitalista; la idea de dimensión óptima puede aplicarse quizás al concepto de explotación o de establecimiento, mas no es acertada cuando se aplica al concepto de empresa como conjunto de varias plantas industriales, varias líneas de producción y varios establecimientos, que es el prototipo de gran empresa moderna. Aunque las posibilidades de crecimiento de las grandes empresas son ilimitadas existen, en cambio, limitaciones al ritmo de expansion temporal de las mismas. El aumento de tamaño debe tener lugar en un ambiente de gran seguridad, por lo que la tasa de expansión temporal debe adecuarse a las restricciones de todo tipo que graviten sobre la unidad económica de producción en los distintos momentos de su vida.

8ª) Los grandes bancos siguen siendo una pieza decisiva del capitalismo avanzado, ya que son capaces de atraer hacia sí y de generar internamente abundantes masas de recursos financieros. - Los colosos industriales han conseguido una elevada autonomía

financiera, llegando a convertirse también en grandes potenci financieras, asimilables en cierto modo a los grandes bancos, ya que su cash-flow interno es muy importante y, por otra par la popularizacion del mercado de valores ha fortalecido las r laciones directas entre ahorradores finales y las empresas em soras de los activos financieros. Esto no quita para que la l bor de promoción desempeñada por los grandes bancos no se hay visto afectada apenas, gracias a su contacto con una gran mas de ahorradores a los que se recomienda la inversion en empre- sas vinculadas al grupo bancario.

9ª) La potenciacion de los intermediarios financieros especializa- dos en el tráfico bursátil, promovidos en su mayor parte por las grandes organizaciones bancarias y por los propios gigan- tes industriales, favorece enormemente la expansión de las gra uel compañias, ya que éstos se volcarán preferentemente hacia los activos financieros emitidos por sus promotoras.

10ª) El concepto de gran empresa es sumamente difícil de formular. En nuestra opinión, la definición que tiene más utilidad es la que contempla el crecimiento futuro al que puede aspirar una determinada unidad productiva. Gran empresa sería, pues, la emtidad económica que poseyendo ya una dimensión aprecia- ble, se encuentra en una posición favorable para proseguir su expansión a ritmo estimable, por ser capaz de autogenerar y retener periódicamente cantidades elevadas de recursos finan- cieros y por gozar de una situación favorable en los mercados financieros que le permita emitir títulos-valores en cantidades considerables. En consecuencia, las posibilidades de una gran empresa actual de poder seguir siéndolo en el futuro o de una que no lo es hoy poder serlo mañana, dependen decisivamente de la estrategia financiera desplegada y del prestigio que con- sigan alcanzar en los mercados financieros. Solamente las em

presas que mantienen una inteligente política financiera en relación con el mercado de capitales pueden aspirar seriamente a tasas de crecimiento elevadas y sostenidas en el futuro.

SEGUNDA PARTE: EL CONTROL Y LOS FINES DE LA GRAN EMPRESA CAPITALISTA

1º) Dentro de la evolución del capitalismo, la disociación entre quienes aportan los capitales financieros (prestamistas y accionistas) y quienes los manejan (dirigentes empresariales) tiende a consumarse con carácter irreversible. El poder de decisión teórico que los textos legales otorgan a la junta de accionistas desaparece por completo en la práctica en el caso de las grandes compañías. La enorme complejidad de la problemática planteada en estas ha obligado, por motivos de eficacia, a concentrar el poder de decisión supremo en un comite reducido y muy selecto, formado por dirigentes profesionales altamente cualificados, los cuales no tienen por que ser quienes posean paquetes mayoritarios de acciones de la sociedad e igualmente adoptar un modelo organizativo descentralizado por unidades funcionales.

2º) El esquema de poder establecido en los ordenamientos legales que regulan las sociedades mercantiles difiere ostensiblemente del esquema de poder de facto que reina dentro de la gran empresa moderna. Bajo un enfoque realista, ésta debe ser concebida como una coalición asimétrica de múltiples intereses correspondientes a los diversos estamentos que otorgan viabilidad a la misma, coordinados y aglutinados por el estamento directivo de superior jerarquía, el cual velará por la permanencia y prosperidad de la compañía dentro de unos imperativos de satisfacción

decorosa de los intereses y aspiraciones de los distintos grupos que hacen posible su existencia. El comité de alta dirección es, pues, el árbitro encargado de conciliar los intereses de los distintos grupos que componen la organización.

3ª) Una gran empresa moderna es un vasto conjunto de recursos humanos y financieros (capital-propiedad y capital-préstamo) manejados por un núcleo más bien reducido de dirigentes profesionales para cumplimentar determinadas misiones productivas, que pueden ser múltiples y cambiantes, las cuales permitan generar ingresos suficientes para remunerar los suministros y servicios consumidos y para retribuir satisfactoriamente a la masa de los trabajadores, a los aportantes de capital de ambas especies y a sus propios dirigentes, dejando un remanente suficiente para la reinversion, de tal manera que se alcance un clima de cooperacion aceptable de cara al futuro por parte de los distintos estamentos implicados que permita requerir nuevamente su concurso con el fin de perpetuar y ampliar contínuamente el ciclo de las actividades empresariales, pues - para que esto ocurra es preciso lograr una especie de compromiso democrático entre todos los grupos interesados en la -- marcha de la compañía.

4ª) El estamento que activa la supervivencia y la expansión de la gran empresa es el consejo directivo profesional de mayor jerarquia decisoria. Los intereses y aspiraciones de este estamento prevalecen sobre los de cualquier otro grupo en que - puede subdividirse el medio ambiente (trabajadores, accionistas, prestamistas, consumidores, etc.); los intereses de los demás miembros de la coalicion constituyen restricciones o - limitaciones de las aspiraciones del cuadro directivo. La armonía dentro de la coalición se logra a traves de "pagos" satisfactorios a los miembros de la misma, reconocidos por el -

estamento directivo. La magnitud de los respectivos "pagos" se rige por la ley de la fuerza negociadora poseída por cada uno de ellos y por la necesidad que experimente la alta dirección de requerir su concurso en cada momento para realizar las metas de la organización a la que sirven.

5º) El cuerpo de accionistas de una gran empresa, en concreto, es prácticamente un estamento subordinado al comité de alta dirección. Sin embargo, el servicio que los socios prestan a los administradores y las graves repercusiones que pueden dimanarse para estos últimos como consecuencia del descontento activo de los accionistas, hacen que la política de "pagos" a este estamento constituya una de las preocupaciones claves del consejo directivo. El lema de los administradores es procurar que el mercado bursátil soporte la mayor parte de la remuneración satisfactoria que demanda el accionista, (plusvalías de cotización, derechos de suscripción) con el fin de que la gratificación que le entregue la compañía con cargo a sus propias arcas (dividendo) sea más bien simbólica. La manipulación inteligente de la política bursátil por parte de los máximos dirigentes constituye una herramienta idónea para este fin. Cuando el mercado bursátil es muy sensible a la especulación y cuando abundan las convenciones irracionales, tanto más sencillo resultara explotar con éxito estos factores en favor de las aspiraciones del consejo directivo de la gran empresa.

6º) Las grandes empresas modernas tienen un fin o unos fines globales permanentes y últimos que constituyen algo así como su razón de ser esencial. La determinación de estos fines debe inferirse a partir del esquema efectivo del poder de decisión

que rige en estas entidades. El cuadro de motivaciones del estamento supremo de dirección de las mismas debe sugerir el catálogo más probable de dichos fines, por cuanto que dicho estamento ostenta de facto el máximo poder de decisión de aquéllas.

7ª) Las motivaciones de los miembros del consejo directivo de las grandes empresas son un producto híbrido de las motivaciones personales de los propios sujetos y de las características de los papeles que tienen asignados dentro de la organización. - Así, pues, el estamento gerencial se identifica con los fines globales, permanentes y últimos de la gran empresa y, al mismo tiempo, trata de adaptar éstos a su cuadro de valores personales. Por consiguiente, el comportamiento estratégico de la gran empresa se orienta hacia la mejor consecución de sus propios fines a largo plazo que es tanto como decir los fines de su estamento directivo en su faceta de hombres-organización.

8ª) La motivación de los dirigentes en cuanto a su pertenencia a la organización es compleja. Los factores retributivos son importantes, pero los factores inmateriales o psicológicos tales como prestigio, poder, autorrealización, éxito, etc. pueden -- ser elementos motivadores de mayor trascendencia aún.

9ª) Las aspiraciones fundamentales de los cargos directivos pueden resumirse, por este orden, en: conservar sus puestos y realzar su importancia. Por este motivo, la búsqueda de la supervivencia y el incremento de dimensión constituyen las metas globales, permanentes y últimas, mas plausibles de la gran empresa moderna. En definitiva, el crecimiento en condiciones de seguridad resume adecuadamente la aspiración suprema del consejo directivo y, por tanto, constituye el fín esencial de la gran empresa.

10ª) La expansión no es solamente un deseo de los dirigentes de - la gran empresa, sino que en un mundo evolutivo es además un requisito para la supervivencia, amén de una cuestión de prestigio exigida por el comportamiento similar exhibido por - - otras organizaciones afines. En definitiva, supervivencia y expansión forman, en realidad, una sola cosa.

11ª) La característica primordial del "modus operandi" del alto dirigente que sirve a la gran empresa moderna, en conexión con - la realización de sus aspiraciones fundamentales reseñadas, - es típicamente financiera más que industrial. El comité de alta dirección de aquélla está formado por auténticos estrategas de las finanzas, más que por cerebros o especialistas de una determinada área industrial. Estos cargos especializados suelen ocupar más bien puestos ejecutivos claves de la tecnoestructura, mientras que la alta dirección suele estar constituída por hombres en los que sobresalen los atributos o -- formación financiera. Estos están interesados en ampliar el volumen de los recursos manejados por su organización, sin - importarles apenas el área hacia la que se dirigen sus inversiones; seleccionan los proyectos de inversión con mejores - expectativas de éxito, sobre la base de que cualquier actividad puede resultar elegida, decidiendo en función de criterios financieros tales como: tasas de rentabilidad, plazo de recuperación, distribución de riesgos, expectativas de ganancias de capital, posibilidades expansivas, etc. En cuanto a la captación de recursos financieros, la estrategia financiera y bursátil ocupa un lugar preferente dentro de las misiones del comité gerencial. Deciden las políticas de endeudamiento, emisión de acciones, dividendos y autofinanciación, manejo de las cotizaciones de las acciones, absorciones o tomas de control de otras empresas, etc. todo lo cual estará

orientado, en último término, a promover la expansión segura de su compañía de modo ininterrumpido.

12ª) El comportamiento de la gran empresa moderna ha roto los moldes tradicionales de la gestión, alumbrando una nueva concepción de lo que debe ser una administración eficiente de los negocios. La diversificación, la multinacionalidad, el crecimiento mediante fusiones, absorciones y tomas de control de otras empresas, la formación del grupo o conglomerado financiero y las figuras de tipo holding, etc. son unos cuantos ejemplos que revelan el giro experimentado por dirección estratégica de los grandes negocios. La descentralización de las decisiones de rango inferior y la concentración de las decisiones globales y estratégicas es otra característica resaltable de la gestión moderna de la gran empresa. Puede decirse, por consiguiente, que la gestión de las grandes empresas constituye una disciplina nueva que obedece a unos principios prácticamente universales u homogéneos, destacando sus connotaciones eminentemente financieras.

13ª) La autonomía e independencia constituyen valores de alta estima para los miembros del consejo directivo que gobierna la gran empresa. Esto hace que una elevada proporción de los recursos financieros permanentes que nutren el crecimiento sean de origen interno (autofinanciación bruta).

14ª) El cuadro directivo está formado por seres humanos en los que coexisten elementos racionales e irracionales. Aparte de esto, la empresa se mueve en un ambiente incierto y la información disponible no es completa, perfecta, ni mensurable con entera facilidad. Ante este estado de cosas, no es posible aspirar a la maximización absoluta de las metas perseguidas, sino que se pretende alcanzar niveles de satisfacción -

adecuados, tanto para los diversos componentes de la coali-- ción como para los propios fines intrínsecos de la gran com pañía y de su estamento directivo. En consecuencia, la tasa de expansión a que aspiren los dirigentes empresariales es simplemente satisfactoria.

15ª) Aunque no sea posible maximizar las aspiraciones de la gere cia respecto al crecimiento de la firma, sí cabe formular u plan de acción encaminado al logro de la meta programada, - concebido en términos científicos, haciendo uso de técnicas que persiguen la optimización de los resultados de las deci siones que se adopten.

16ª) La representación genuina de las aspiraciones globales, per manentes y últimas de los rectores supremos de la gran empr sa puede venir plasmada en la magnitud del "beneficio geren cial satisfactorio" que mide el conjunto de recursos finan- cieros permanentes de todo tipo que tratan de incorporar o incorporan a la organización y que posibilitan su expansión

TERCERA PARTE: MODELOS DE COMPORTAMIENTO GERENCIAL EN LA GRAN EM PRESA CAPITALISTA

1ª) Son de todo punto insostenibles las opiniones relativas al - comportamiento global, permanente y último de la gran empres que postulan la maximización de la utilidad de los capitalis tas-propietarios (maximización de los beneficios o maximiza- ción del valor de mercado de las acciones), pues esto equiva dría a caer en la paradoja de que el consejo directivo profe sional que gobierna aquélla subordina sus intereses persona- les, materiales e inmateriales, e incluso los de la propia o

ganización a la que sirve, a un estamento que no puede exigir de hecho semejante comportamiento a dicho consejo directivo. Las posibilidades reivindicativas de los accionistas de la gran empresa se encuentran en franca regresión, con lo que las demandas de éstos se acomodan a los pagos que les ofrece el consejo directivo siempre que éstos sean satisfactorios, o sea, pagos de concordia. Por consiguiente, la gerencia profesional no actuará obsesivamente para favorecer los intereses de sus accionistas, subordinando los "pagos" a los demás miembros de la coalición a una regla de este tenor.

2ª) La teoría tradicional o neoclásica de la firma (maximización de los beneficios de los capitalistas-propietarios) no sirve para la gran empresa moderna. Las formulaciones modernas de la teoría de la empresa (teoría de la organización, behaviorista, directorial, etc.) han enfocado, en general, con mucho mayor acierto el tema de la razón de ser última de aquélla. En la empresa tradicional, maximizar la utilidad y maximizar los beneficios podrían ser la misma cosa prácticamente; en la gran empresa, estos dos conceptos no son desde luego sinónimos.

3ª) La hipótesis de maximización de los beneficios de los capitalistas-propietarios no sirve, en concreto, para representar el comportamiento global, permanente y último de la gran empresa por los siguientes motivos, entro otros:

a) La racionalidad desplegada de hecho por los órganos decisorios es mucho menor que la que supone semejante hipótesis.

b) El empleo del análisis marginal para determinar la posición de equilibrio no constituye un instrumento adecuado, pues existen diversas dificultades (falta de información,

existencia de incertidumbre, etc.) para conocer las funciones de ingresos y de costes marginales de la compañía.

c) La hegemonía alcanzada por el consejo directivo profesional y la conversión del estamento de los capitalistas-propietarios en un grupo más de la coalición empresarial, convierte en arbitraria y caprichosa la defensa de un paradigma semejante, pues no existe ninguna razón contundente para que el órgano rector de la gran empresa pueda verse compelido a obrar de esta forma. Así, por ejemplo, argüir que la meta preferente de la gran empresa consiste en maximizar los salarios de la plantilla del personal sería una hipótesis no más arbitraria que la que estamos comentando y —eso que, hoy en día, por lo general, la capacidad negociadora del personal es quizás más fuerte que la que posee el cuerpo de accionistas.

d) Prescinde de las motivaciones no estrictamente materiales o pecuniarias de la conducta humana (poder, prestigio, éxito, seguridad, sensación de cosa bien hecha, sentido de autorrealización, etc.). La satisfacción de estas necesidades psicológicas puede realizarse a través de cauces distintos e incluso opuestos a los que procuran la maximización de las ganancias. La aceptación de consumos aparentemente irracionales o contrarios a esta norma, pero que pueden ser defendidos a la luz del cuadro de valores del estamento directivo, corrobora la pérdida de interés práctico de los modelos de maximización de beneficios.

e) No tiene un sentido perentorio o acuciante ante un mundo de competencia imperfecta o dominado por oligopolios, como es el medio natural en el que suelen operar las grandes empresas.

4ª) La hipótesis de maximización del valor de mercado de las acciones representa una fórmula más completa y acertada para definir las aspiraciones de los capitalistas-propietarios de la gran empresa en comparación con la hipótesis tradicional de maximización de beneficios, ya se refiera esta última al equilibrio estático, ya al equilibri proyectado a lo largo de un horizonte temporal dilatado, por cuanto que mide la utilidad de los accionistas a través de la respuesta dada por el mercado bursátil a la actuación decidida por los órganos de gobierno de aquélla, considerando una serie de cuestiones claves(estructura financiera óptima, política de dividendos y de crecimiento, evaluación del riesgo, etc.) que no tienen en cuenta los modelos habituales de maximización de beneficios.

No obstante, este paradigma alternativo no sirve tampoco para explicar convincentemente el comportamiento global, permanente y último de la gran empresa, por los siguientes motivos, - entre otros:

a) Incurre en el vicio de partida de considerar preponderantes las aspiraciones de los capitalistas-propietarios. Es innegable, sin embargo, la faceta afortunada de conectar con el crecimiento, si bien al defender una tasa de expansión condicionada a la maximización del valor de mercado - de las acciones, sostiene implícitamente que la política - de dividendos de la gran empresa se proyecta en función de los mejores intereses de los socios, cuando lo cierto es - que esta política es el resultado de los deseos de los administradores en conjunción con los usos mercantiles y con las prácticas seguidas a este respecto por otras entidades similares que operan en el mismo medio ambiente. En definitiva, si los dirigentes propenden hacia el crecimiento, cosa bastante probable por lo demás, lo más lógico es que la

tasa de expansión adoptada sea superior a la que maximiza la cotización de las acciones; la cotización intervendría a lo sumo, como una restricción de seguridad de los deseos expansionistas de los dirigentes, pero la magnitud de esta restricción estaría situada en niveles satisfactorios, no en su punto máximo.

b) No es posible encontrar una política óptima que pueda tener un verdadero respaldo real en consonancia con el contenido de dicha hipótesis. Los modelos teóricos de valoración de acciones se muestran ineficaces para identificar una solución de las variables implicadas capaz de garantizar la meta real del comportamiento esencial de la gran empresa. La valoración real de mercado de las acciones es una cuestión sumamente compleja y que se produce al margen de los supuestos previstos en los modelos normativos de este género, con lo que se distancia sensiblemente de éstos. Factores tales como: convenciones irracionales, elementos especulativos, incidencia de la coyuntura, etc. se oponen a las previsiones de los modelos teóricos, aparte de que es muy difícil sintetizar las funciones de preferencias personales de los innumerables accionistas de una gran empresa, con lo que la solución que sobre el papel parece más conveniente para éstos puede defraudar las esperanzas de una buena parte de los socios pasivos.

5ª) Las opiniones relativas al comportamiento global, permanente y último de la gran empresa que arrancan de la hegemonía fáctica del consejo directivo profesional son mucho más realistas que las que defienden la prevalencia de los capitalistas propietarios, por ajustarse a la estructura del poder decisorio existente dentro de la misma.

6ª) Los modelos teóricos que defienden un esquema utilitario ge-

rencial consistente en la maximización de la cifra de ventas o del output físico sometida a la obtención de beneficios satisfactorios de los capitalista-propietarios tampoco pueden servir para representar con propiedad el comportamiento global, permanente y último de la gran empresa, ya que incurren en buena parte de los errores, inconvenientes e insuficiencias de los modelos elaborados a partir de los esquemas utilitarios de los socios, a pesar de su mayor realismo aparente en términos comparativos. Los principales motivos que respaldan este aserto serían:

a) el volumen de ventas o el output máximo seguirían estando supeditados al beneficio satisfactorio, con lo que esto último seguiría constituyendo el fin prioritario, mientras que la variable de naturaleza gerencial tendría carácter condicionado. En el fondo, estos modelos presuponen que el fin esencial de la gran empresa es la obtención de beneficios satisfactorios para los capitalistas-propietarios en vez de máximos. Sin embargo, la verdadera utilidad directiva dimanaría, en todo caso, de la parte de beneficios retenidos, y esto que el resto de los beneficios tienen la consideración de costes bajo esta perspectiva.

b) pensar que la alternativa gerencial consiste en aumentar las ventas o el output hasta el límite de la seguridad representada por la cifra de beneficios satisfactorios y que la alternativa de los propietarios es maximizar los beneficios, con las ventas o output que resulten, es un modo incompleto o impropio de presentar las opciones. Hay una gama más amplia de alternativas, por lo general, para plantear la transacción entre beneficios del capital-propiedad y cifra de ingresos o output físico, debiendo tenerse presente que la elección directiva de salvaguardar una cifra de beneficios satisfactorios en vez de máximos no debe ha-

corse tanto al objeto de incrementar al máximo la magnitud de las ventas o del output, como al objeto de estabilizar el medio ambiente y reducir la vulnerabilidad de la compañía. En este sentido, una solución intermedia entre ambos extremos podría constituir una elección más razonable para el consejo directivo, es posible igualmente con la restricción de beneficios normativa.

c) La maximización del volumen de ventas o del output físico vendido puede constituir un objetivo prioritario de las unidades operativas o divisionales en que se halla estructurada la organización típica de la gran empresa moderna -- (descentralización multidivisional), pero no sirve para reflejar el comportamiento global, permanente y último que -- resume las aspiraciones y preocupaciones del estado mayor central que gobierna el conjunto empresarial, por cuanto que este estamento debe velar por cuestiones que se refieran al todo genérico y no a una parte o parcela específica en concreto, como puede ser el área de ventas.

d) Dado que las cuotas de los beneficios correspondientes a los partícipes ajenos a los capitalistas-propietarios y -- los dividendos tienen el carácter práctico de pagos predeterminados, el modelo de maximización de beneficios o del output físico sometido a la obtención de un volumen de beneficios satisfactorios, equivale en el fondo a un modelo de crecimiento financiero a tasa mínima de autofinanciación planeada exclusivamente. Sin embargo, tampoco la cifra de beneficios retenidos constituye un indicador suficiente -- del comportamiento gerencial hacia el crecimiento, ya que éste se nutre no sólo a través de este canal financiero, sino de muchos otros que no contemplan esta clase de modelos gerenciales.

7ª) Los modelos teóricos que propugnan un esquema utilitario gerencial complejo en el que tienen cabida diversas variables representativas de otras tantas aspiraciones del consejo directivo (plantilla de personal, emolumentos, inversiones y beneficios discrecionales), supuesta la salvaguardia de una cifra de beneficios satisfactorios para el capital-propiedad, son más completos que aquéllos otros de naturaleza gerencial que únicamente consideran la propensión directiva hacia el volumen de ventas o el output físico, ya que las aspiraciones del estamento rector no se condensarán solamente en una de estas últimas magnitudes, sino que la aceptación de gastos e inversiones escasamente productivos o superfluos y los beneficios discrecionales contribuyen a otorgar satisfacciones inmateriales a los dirigentes, constituyen un fondo de reserva para estabilizar o proteger la supervivencia ante cambios bruscos de coyuntura, tan frecuentes dentro de un marco típicamente evolutivo y fluctuante como es el de las economías avanzadas, y, finalmente, contribuyen a mantener la armonía interna dentro de la organización descentralizada característica de la gran empresa moderna.

Sin embargo, aunque la descripción ofrecida por los modelos de esta especie parece acomodarse al comportamiento real de la gran empresa, no sirven tampoco para representar la meta global, permanente y última de ésta, porque, entre otros motivos:

a) no se puede considerar plenamente acertada una hipotesis que pretenda resumir dicha meta en una función de utilidad directiva que no contenga explícitamente una variable resentativa del crecimiento de los recursos financieros en toda su amplitud respecto a posibles procedencias de los mismos.

b) es cierto que este modelo oculte la preferencia por el - crecimiento financiero, ya que al aceptar una restriccion de beneficios satisfactorios, definida por el componente dividendos y el componente beneficios retenidos, implícitamente atiende el carácter instrumental de la obtención de los beneficios frente a la meta de superior categoría a la que sirve que es el crecimiento. Ahora bien, aparte de --- constituir un enfoque encubierto del crecimiento financiero, también es un enfoque parcial o incompleto por cuanto que no tiene en cuenta la totalidad de las variables a través de las que se obtienen los recursos financieros permanentes que contribuyen a la consecución de dicha meta. La obtención de beneficios satisfactorios es un requisito para la supervivencia además de ser una de las fuentes,(quizás la más importante) que hacen posible el crecimiento de la empresa que es el verdadero fin global, permanente y último de la gran compañía.

c) tampoco tiene utilidad alguna al proceso de adopcion real de las decisiones, porque, como todos los modelos altamente formalizados, sólo sirve para describir normativamente la supuesta conducta empresarial, más es inoperante para fijar los valores de las variables de la política adecuada a seguir.

8ª) Todos los modelos que postulan la maximización de los beneficios tradicional o la maximización de la función de utilidad directiva sometida a una restricción de beneficios satisfactorios pueden conciliarse, ya que todos ellos utilizan el aparato formal deductivo del análisis marginalista. Sin embargo, su contenido intrínseco varía de acuerdo con el enunciado de la hipótesis en que se apoyan.

9ª) El comportamiento satisfactorio en contraposición a la maximización de las magnitudes representativas del fin global, per

nente y último de la gran empresa representa un enfoque más realista porque, entre otras cosas:

a) la racionalidad desplegada no es absoluta, sino parcial o restringida.

b) el conocimiento siempre es imperfecto.

c) la reacción ante los cambios producidos no es inmediata, sino que existen desfases inevitables.

d) no existe automatismo en las fuerzas del mercado, sino que la gran empresa siempre dispondrá de cierto poder de mercado.

e) los precios no se forman por el libre juego de la oferta y la demanda, sino que éstos suelen fijarse principalmente en base a los costes reales y, en menor medida, en base a la demanda y a la competencia.

En concreto, la consecución de una tasa planeada de beneficios satisfactorios, de acuerdo con las técnicas del "marcaje" de los costes es una hipótesis mucho más acorde con la manera de obrar de las grandes empresas que la conducta contemplada en los modelos al uso de maximización de beneficios. - Sin embargo, la supervivencia que parece estar detrás de la meta de beneficios satisfactorios no es todo, ni es la preocupación última de esta clase de entidades. El crecimiento - financiero en condiciones de seguridad tiene una relevancia superior, meta que puede resultar compatible con la hipótesis de beneficios satisfactorios, por cuanto que esta última oculta un modelo incompleto de crecimiento financiero a base de autofinanciación y a tasa satisfactoria planeada.

10ª) La consideración del horizonte temporal constituye un avance comparativo con respecto a los modelos de equilibrio estáticos, ya respondan éstos a funciones de utilidad de los capitalistas-propietarios, ya a funciones de utilidad directiva.

En este caso, el paradigma central se enunciaría como maximización de la tasa de crecimiento temporal compatible con la - maximización del valor actual de los beneficios esperados o - con la maximización del valor de mercado de las acciones (utilidad de los accionistas) o compatible con las restricciones de supervivencia inherentes al consejo directivo, dentro de - un proceso general de asignación y empleo de los recursos de - corte gerencial (utilidad directiva).

11ª) La maximización de la tasa de expansión condicionada a la obtención de unas cifras de beneficios satisfactorios de los capitalistas-propietarios o de unos niveles de cotización aceptables de las acciones puede constituir un indicador aproximadamente válido de la función de utilidad directiva referida a - un horizonte temporal. La tasa de crecimiento no se vincula, pues, a la maximización de la riqueza de los accionistas, sino que puede ir más lejos aún, aunque ello implique ciertas - deseconomías que se traduzcan en unas cifras de beneficios o en unas cotizaciones de las acciones inferiores a las máximas, siempre que sean satisfactorias para los socios, con el fin de conjurar el riesgo del "take-over" o absorción por parte de - otra empresa, asegurar la colocación de nuevos activos financieros, amén de un cierto sentido de lealtad hacia los accionistas. En consecuencia, es muy probable que la tasa de expansión de la gran empresa controlada por su comité directivo --- sea más viva que en el supuesto de que los accionistas detentasen un control efectivo de la misma.

12ª) Los modelos de crecimiento de corte gerencial no se adaptan, sin embargo, al proceso real de adopción de decisiones, puesto que la determinación de los beneficios o el valor de mercado de las acciones se aparta bastante en la práctica de --

los presupuestos teóricos en que se funda la elaboración de modelos de este género. Por otro lado, la restricción del take-over no es el único requisito de supervivencia que procede del estamento directivo, aparte de que la cuantificación práctica de dicho nivel es una materia altamente conjeturable.

13ª) Las empresas capitalistas, sobre todo las de grandes dimensiones, no son entes para producir y distribuir riqueza solamente, sino entes cuyo destino final consiste en acumular riqueza ininterrumpidamente. El determinismo con que afluyen los recursos financieros a esta clase de entidades obliga a buscar inversión rentable para los mismos. El proceso comienza con la retención de beneficios y con la recuperación de recursos líquidos por otros conductos complementarios, prosigue por las posibilidades que brinda el mercado financiero de emitir nuevas acciones o incluso por la emigencia del mismo si existe derecho de suscripción preferente, pues ello representa una retribución al accionista, y concluye con la conveniencia de incrementar paralelamente el importe de la deuda a largo plazo con el fín de mantener la rentabilidad de los llamados recursos propios a los niveles precedentes. Las diversas fuentes financieras que nutren el crecimiento mantienen una determinada proporción.

14ª) Las inversiones de las grandes empresas se acomodan a los recursos financieros disponibles y no a la inversa. La existencia de posibilidades de inversión en exceso sobre los recursos financieros disponibles en cada momento, dimanantes de la estrategia financiera que se juzga conveniente, apenas hace cambiar la trayectoria del crecimiento deseada por el consejo directivo. La continuidad cómoda de la compañía le lleva a preferir una política expansiva estable y controlada, con lo que preferirán no agotar las posibilidades de expansión futu

ra, esto es, preferirán mantener una cartera de oportunidades de inversión para el futuro.

15ª) El beneficio de los capitalistas-propietarios, según el sentido usual que se otorga dentro del sistema capitalista es incapaz de condensar debidamente el fin global, permanente y último de la gran empresa, ya se defina como beneficio máximo o como beneficio satisfactorio, ya se introduzca en los modelos de empresa como variable objetivo o como restricción. Tampoco es un indicador aceptado el concepto de beneficios retenidos, puesto que ignora los demás canales a través de los que fluyen los recursos financieros para la expansión innovadora. El verdadero concepto capaz de representar de modo realista dicho fin es la magnitud del "beneficio gerencial satisfactorio consolidado" que refleja la totalidad de los recursos financieros permanentes de que dispone el consejo directivo que gobierna el grupo de empresas para llevar a cabo nuevas inversiones en los diferentes períodos. En definitiva, el estado de pérdidas y ganancias convencional no constituye el instrumento informativo por antonomasia de los resultados de la gestión; hay que propugnar la elaboración del estado de resultados gerencial que recoja la génesis de los recursos financieros disponibles para la expansión con que cuenta el consejo directivo, en el que queden englobados tanto los procedentes de las explotaciones convencionales, como los que proceden del comercio sui generis de los activos financieros y de las contribuciones de accionistas minoritarios de empresas controladas.

16ª) La búsqueda y selección de empresas en funcionamiento para adquirir constituye tanto una forma de potenciar la expansión como una salida para una colocación a los ingentes re-

cursos financieros que se mantienen dentro de las empresas de gran tamaño. La creación de servicios especializados en la detectación y análisis de empresas de posible absorción o toma de control puede ser para la gran empresa tan importante como disponer de una red de comercialización eficiente.

17º) La progresiva acentuación del crecimiento conglomerado externo adoptado por una gran cantidad de compañías de primera fila representa una muestra clara del comportamiento eminentemente financiero observado por estas entidades.

EPILOGO

La auténtica esencia del capitalismo más avanzado, y, en consecuencia, la motivación más honda de las personas claves que gobiernan las células más importantes y representativas del sistema, es la reproducción acumulada del ciclo del capital empresarial (comercial, industrial o financiero), esto es, la creación de excedentes o plusvalías satisfactorias a retener dentro de la corporación, después de retribuir aceptablemente a los factores de producción (trabajo y capital financiero aportado en diversas formas) para mantener relaciones de concordia con los demás estamentos que forman la coalición. Los excedentes económicos retenidos junto con la recuperación interna de recursos líquidos procedentes de otros conductos (amortizaciones, provisiones, saneamientos de activos, etc.) formarán el excedente monetario interno para reinvertir dentro de la empresa, garantizando la continuidad expansiva de la misma. Esto es, sin embargo, una descripción a medias, por cuanto que la especial y privilegiada situación de las grandes empresas den-

tro de su medio ambiente les faculta para acaparar o atraer hacía sí una buena parte de los excedentes o ahorros generados por los agentes del sistema e incluso otras unidades de producción en funcionamiento, contribuyendo a potenciar de esta forma su ritmo expansivo, enmarcado dentro de unos límites que no atenten contra la propia supervivencia de la organización, que es tanto como decir - que preserven la continuidad de los altos cargos al frente de las corporaciones respectivas. La acumulación, concentración y centralización de los capitales, por consiguiente, son hechos consustanciales con la dinámica interna del capitalismo de base cuasimonopolista y reflejan, en última instancia, el comportamiento global, - permanente y último de naturaleza eminentemente financiera de los consejos directivos de las grandes compañías que actúan en un sistema económico de este género.

BIBLIOGRAFIA

AGECO S.A.- Obligaciones convertibles.- Monografía nº 4.- Madrid.

AGECO S.A.- La empresa y la bolsa.- Monografía nº 8.- Madrid.

AGUIRRE RODRIGUEZ, J.A.- Estructura de la demanda y oferta de valores mobiliarios en España. Boletín de Estudios Económicos de la Universidad Comercial de Deusto. Vol. XXIX nº 91.- Abril, 1974 pp. 81-110.

ALCHIAN, G:- The cobweb theorem.- Quaterly Journal of Economics. Febrero, 1957

ALBACH, H.- "Simulation models of firm growth". German economic review. Vol. 5, nº 1, 1967. pp. 1-26.

ALBERTS, W. & SEGALL J.- Corporate merger.- The University of Chicago Press.- Chicago, 1966.

ALBERTS, W.W.- The profitability of conglomerate investment mergers: sources and prospects.- University of Washington Business Review. Invierno, 1970.

ALBIÑANA, C. y varios autores.- La empresa pública en España.- Aspectos generales.- Instituto de Estudios Fiscales Mº de Hacienda Madrid, 1972

ALCAIDE, A.- Lecciones de Econometría y Métodos Estadísticos.- Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad Complutense de Madrid.

ALCHIAN, A.A.- Uncertainty, evolution and economic theory.- Journal of Political Economic. Junio, 1950.

ALCHIAN, A.A.- The basis of some recent advances in the theory of management of the firm.- Journal of Industrial Economics. Noviembre, 1965.

ALCHIAN, A.A. & DEMSETZ, H.- Production, information costs and economic organization.- American Economic Review. Diciembre, 1972.

ALCOCER CHILLON, F.J. & LOPEZ MORENO, M.J.- Aplicaciones de la programación al campo económico (Técnica de Gestión empresarial). Ejes Madrid, 1968.

ALLEN, R.G.D.- Mathematical economics.- Macmillan.- Londres, 1956.

ALLEN, R.G.D.- Análisis matemático para economistas.- Aguilar. Madrid, 1971.

ANDERSON, L.P., MILLER V.V. & THOMPSON D.L.- The finance function. Intext Educational Publishers. Scranton, Pennsylvania, 1971

ANGENIEUX, G.- Les ratios et l'expansion de l'entreprise. Dunod. - París, 1964.

ANSOFF, H.I.- Strategies for diversification.- Harvard Business Review. Septiembre-Octubre, 1957.

ANSOFF, H.I.- A model for diversification.- Management Science. Julio, 1958.

ANSOFF, H.I.- Corporate strategy: an analytic approach to business policy for growth and expansion.- Mc Graw Hill, New York, 1965

ANSOFF, H.I.- (varios autores).- Business strategy.- Penguin Books, Harmondsworth, 1969.

ANSOFF, H.I.- The firm of the future.- Harvard Business Review. - Septiembre-Octubre, 1965. Incluído en la obra del mismo autor: Business Strategy. Penguin Books. Harmondsworth, 1969.

ANSOFF, H.I., ANDERSON, T.A., NORTON, F. & WESTON, F.J.- Planning for diversification through merger.- Trabajo incluído en la obra editada por H. I. Ansoff: Business strategy.- Penguin Books. Harmondsworth, 1969.

ANTHONY, R.N.- The trouble with profit maximisation.- Harvard Business Review nº 38. Noviembre-Diciembre, 1960 pp. 126-34.

ARCHER, S. & D' AMBROSIO, CH.- The theory of business finance.- The Mc Millan Co. New York, 1967.

ARCHIBALD, G.C.- The theory of the firm (varios autores).- Penguin Books. Harmondsworth, 1971.

ARCHIBALD, G.C.- Chamberlin versus Chicago.- Review of Economic - Studies. Octubre, 1961. Incluído en la obra del mismo autor: The theory of the firm.- Penguin Books. Harmondsworth, 1971

ARGENTI, J.- Planificación de la Empresa.- Oikos Tau S.A.- Barcelona, 1969

ARON, R.- Ensayo sobre las libertades.- Alianza Editorial.- Madrid 1966.

ARROW, K.A.- The firm in general equilibrium theory. Trabajo incluído en la obra editada por R. Marris & A. Wood: The corporate economy.- The Macmillan Press Ltd. Londres, 1973.

ARROW, K.A.& DEBREU, G.- Existence of equilibrium for a competitive economy.- Econometrica XXII.

ASOCIACION PARA EL PROGRESO DE LA DIRECCION (A.P.D.)- Fusión y concentración de empresas.- Madrid, 1966.

ASOCIACION PARA EL PROGRESO DE LA DIRECCION (A.P.D.).- Los problemas reales en las concentraciones de empresas.- Madrid, 1968.

AUBY, J.M. & DUCOS ADER, R.- Grands services publics et entreprises nationales.- Presses Universitaires de France. París, 1969.

AVERCH, H. & JOHNSON, L.L.- Behaviour of the firm under regulatory constraint.- American Economic Review.- December, 1962.

BAIN, J.S.- Industrial organization.- John Wiley & Sons. New York, 1959.

BAIN, J.S.- Economics of scale, concentration and the condition - of entry.- American Economic Review. Vol. 64, 1954. p.p. 15-39. Trabajo recogido en la obra editada por G.C. Archibald: The theory of the firm. Penguin Books. Harmondsworth, 1971.

BAIN, J.S: BARRIERS to new competition.- Harvard University Press. Cambridge, Mass, 1956.

BALDWIN, W.L.- The motives of managers, environmental restraints and the theory of managerial enterprises.-Quarterly Journal of - Economics. Mayo, 1964.

BALLESTERO, E.- Principios de economía de la empresa .- Alianza Editorial. Madrid, 1971.

BARAN, P.A.- La política económica del crecimiento .- Fondo de - Cultura Económica. México, 1969.

BARAN, A.- Excedente económico e irracionalidad capitalista . - Ediciones Pasado y Presente. Cba, 1971.

BARAN, P; SWEEZY, M.- EL CAPITAL MONOPOLISTA. ENSAYO SOBRE EL ORDEN ECONOMICO SOCIAL DE LOS ESTADOS UNIDOS.- Siglo XXI de Editores. México, 1968.

BARGES, A.- The effect of capital structure on the cost of capital.- Prentice Hall. Englewodd Cliffs.- New Jersey, 1963.

BARNARD, CH.- The functions of the executive.- Harvard University Press. Cambridge, Mass, 1958.

BARRERA DE IRIMO, A.- La Bolsa, el mercado de valores y la empresa. Trabajo recogido en la obra editada por la Joven Cámara de -- Barcelona: El mercado bursátil español. Barcelona, 1972.

BAUMOL, W.J.- "On the theory of oligopoly".- Economica. Agosto , 1958.

BAUMOL, W.J.- "Business behavior, value and growth". MacMillan, New York, 1959.

BAUMOL, W.J.- "Economic Theory and Operations Analysis".- Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1961. Hay versión española bajo el titulo : Teoría económica y análisis de operaciones.- Herrero Hermanos, S.A. México, 1971 (4ª edición).

BAUMOL, W.J.- "On the theory of expansion of the firm".- American Economic Review. Diciembre, 1962.

BAUMOL, W.- "Comment on dividend policy, growth and the valuation of shares".- Journal of Business.- Enero, 1963. pp. 112-15.

BAUMOL, W.- "The stock market and economic efficiency". Fordham University Press.- New York, 1965.

BAUMOL, W.J. & QUANDT, R.E.- Dual prices and competition. Aparece reproducido en la obra editada por G.C. Archibald: Theory of the firm.- Penguin Books Inc. Harmonds worth, 1971.

BAUMOL, W. & MALKIEL, B.- "The firm's optimal debt-equity combination and the cost of capital".- Quarterly Journal of Economics. Vol. 81. Noviembre, 1967. pp. 547-78.

BAUMOL, W.J. & HEIM, P. & MALKIEL, B.G. & QUANDT, R.E. "Earnings Retention. New capital and the growth of the firm". Review of Economics and Statistics. Noviembre, 1970.

BAUMOL, W.J. & STEWART,M.- On the behavioural theory of the firm. Artículo incluido en la obra editada por R. Marris & A. Wood: The corporate economy. MacMillan. Londres, 1971.

BECKER, G.S.: Competition, monopoly and the persuit of pecuniary gains. Trabajo presentado en la University National Bureau Conference on Labor Economics. Abril, 1960.

BEED, C.S.- "The separation of ownership from control". Journal of Economic Studies. Vol. 1, nº 2. 1966.

BEIDLEMAN, C.R.- Limitation of price-earnings ratios.- Financial Analysts Journal, 27.- Septiembre-Octubre, 1971. pp. 86-91.

BEN SHAHAR, H.: The capital structure and the cost of capital: a suggested exposition.- The Journal of Finance. Septiembre, 1968.

BERANEK, J.W.- "Analysis for financial decisions".- R.D. Irwin. Homewood. Illinois, 1963.

BERANEK, W.- "The effect of leverage on the market value of common stock".- Wisconsin University.- Madison-Wisonsin, 1965.

BERLANGA, M.- Economía de la Empresa. Biblioteca de Comercio y Finanzas. Madrid, 1954.

BERLE, A.A. "The twentieth century capitalist revolution": Harcourt, Brace & World. New York, 1954.

BERLE, A.A. Jr. "Power without property". Harcourt, Brace, Jovanovich. New York, 1959.

BERLE, A.A. "Propiedad, produccion y revolución." Aparece reproducido en el libro de ELOCH-LAINE, F. & PERROUX, F." La empresa y la economía del siglo XX". Tomo III. Deusto. Bilbao, 1971.

BERLE, A.A. & MEANS, G.C.- "The modern corporation and private property".- MacMillan, New York, 1932. Existe una versión revisada, editada por Harcourt, Brace, Jovanovich, New York, 1968.

BIENAYME, A.-L'entreprise et le pouvoir economique. Dunod. Paris, 1969.

BIENAYME, A.- La croissance des entreprises. (Dos tomos). Bordás, París, 1971.

BIENAYME, A.- La liaison entre la rentabilité et la croissance de la grande entreprise et le rôle de l'erosion monetaire.- Trabajo incluído en la obra: La maîtrise de la croissance de l'entreprise. Dunod. París, 1973.

BIERMAN, H.- "Financial Policy Decisions".- MacMillan, New York, 1970.

BIERMAN, Jr. H. & HASS, J.E.- The use and misuse of the P/E ratio in acquisition and merger decisions.- Financial Executive. - Octubre, 1970.

BIERMAN, Jr. H. & HASS, J.E.- An introduction to managerial finance.- W.W. Norton & Co. New York, 1973.

BIERMAN, H. & SCHMIDT, S.- "The capital budgeting decision". - MacMillan, New York, 1971.(Existe versión española bajo el titulo: "El presupuesto del capital". Sagitario. Barcelona, 1965)

BIERMAN, H. & WEST, R.- "The acquisition of common stock by the corporate issuer".- Journal of Finance. Vol. 21. Diciembre, 1966 pp. 687-96.

BISHOP, R.: Elasticities, cross-elasticities and market relationships.- American Economic Review, 1952.

BLAIR, J.M. "Economic concentration: structure, behavior and public policy".- Harcourt, Brace, Jovanovich Inc. New York, 1972.

BLOCH-LAINE, F.- "La reforma de la empresa".- Aguilar. Madrid, 1.963.

BLOCH-LAINE, F. & PERROUX, F.- La empresa y la economía del siglo XX (3 tomos). Deusto. Bilbao, 1970. Los titulos de las tres obras son los siguientes: Tomo 1: Economía Nacional y empresa. Tomo 2: La formación de decisiones en la empresa. Tomo 3: El - crecimiento de la empresa y el beneficio.

BODENHORN, D.- A cash flow concept of profit.- Journal of Finance, 1964. Trabajo que aparece reproducido en la obra editada por S. Archer & Ch. D'Ambrosio: The theory of business finance. MacMillan. New York, 1967.

BOHMFALK, J.- "The growth stock philosophy".- Financial analyst Journal, Noviembre-Diciembre, 1960. pp. 113-23.

BOLETIN DE ESTUDIOS ECONOMICOS. Número monográfico sobre "Concentración de Empresas". Enero-Abril, 1967.

BOLETIN DE ESTUDIOS ECONOMICOS. Numero monográfico dedicado a: "La dimensión empresarial". Septiembre-Diciembre, 1972.

BOLETIN DE ESTUDIOS ECONOMICOS. Número monográfico dedicado a: "Empresas multinacionales". Mayo-Agosto, 1973.

BONINI, CH.P.- Simulation of information and decisions systems in the firm.- Prentice Hall. Englewood Cliffs. New Jersey, 1963

BOULDING, K.E.- "A reconstruction of Economics".-John Wiley & Sons. NewYork, 1950. (Hay traducción al castellano con el título - de "Reconstrucción de la economía".- Ed. El Ateneo. Buenos Aires, 1971.

BOULDING G.K. & SPIVEY, W. "La programmation linéaire et la -- théorie de l'entreprise." Dunod, París, 1964. (La versión original de la obra lleva el título de "Linear programming and the - theory of the firm." MacMillan. New York, 1960).

BOULDING, K.E.: Etat actuel de la théorie de l'entreprise. Incluído en la obra : Programmation linéaire et la théorie de l'entreprise.- Dunod. París, 1964.

BOWER, R. S. & BOWER, D.H.- Risk and the valuation of common - stock.- Journal of Political Economy. Vol. 77. Mayo-Junio, 1969. pp. 349-62.

BRANGER, J.- "Les groupements d'interêt économique".- Dunod.- Paris, 1969.

BRAYFIELD, A.H. & CROCKETT, W.H.: Actitudes y resultados de los empleados. Incluído en la obra editada por V.H. Vroom & E.L. - Deci: Management and motivation . Penguin. Harmondsworth, 1972.

BREALEY, R.- "An introduction to risk and return from common -- stocks.- The M.I.T. Press-Cambridge. Mass, 1969.

BREALEY, R.A.- Security prices in a competitive market. M.I.T. Press. Cambridge, 1971.

BREEN, W.J. & LERNER, E.M.- "Los modelos de valoración de proyectos: un tema confuso". Boletín de Estudios Económicos de la - Universidad Comercial de De-usto nº 90. Vol. XXVIII. Diciembre, 1970. pp. 725-38.

BREMS, H.: Product equilibrium under monopolistic competition.- Harvard University Press. Cambridge,Mass, 1951.

BRIGHAM, E.F.- An analysis of convertible debentures: theory and some empirical evidence.- Journal of Finance, 21. Marzo, 1968. - pp. 35-54.

BRIGHAM; E.F. & PAPPAS, J.L.- Duration of growth, changes in growth rates and corporate share prices.- Fianancial Analysts Journal -- 22. Mayo-Junio, 1966. pp. 157-62.

BRIGHAM, E & GORDON, M.- "Leverage, dividend policy and the cost of capital".- Journal of Finance. Vol. 23. Marzo, 1968.pp.85-104.

BRILOFF, A.J.- Dirty pooling.- Accounting Review. Julio, 1967.

BRILOFF, A.- Distortions arising from pooling of interests ac-- counting.- Financial Analysts Journal. Marzo, 1968.

BRILOFF, A.- Unaccountable accounting.- Harper & Row. New York, 1972.

BRITTAIN, John, A.- "Corporate dividend policy.- The Brookings - Institution.- Washington, 1966.

BRONFENBRENNER, M.- Applications of the discoutinuous oligopoly demand curve.- Journal of Political Economy, 1940.

BROOKE, M.Z. & REMMERS, H.L.- The strategy of multinational enterprise.- Longman. Londres, 1970.

BRUCKNER, B.- Yugoslavia: Autogestión en la economía. Guadiana de Publicaciones. Madrid.

BUENO CAMPOS, E.- El sistema de información en la empresa. Confederación Española de Cajas de Ahorro. Madrid, 1974.

BUENO CAMPOS, E.-"Análisis crítico de los objetivos y subjetivos de la empresa".- Revista Española de Financiación y Contabilidad, nº 7. Enero-Marzo, 1974. pp. 79-89.

BUENO, E. & CANIBANO, L.- La empresa en la sociedad actual.- Asociación para el Progreso de la Dirección. Madrid, 1975.

BURGARD, J.J.- La captación del ahorro.- Trabajo recogido en la publicacion: la maîtrise de la croissance de l'entreprise (varios - autores). Dunod. Paris, 1973

BURNHAM, J.- La revolución de los directores. Editorial Sudamericana. Buenos Aires, 1967.

CALAFELL CASTELLO, A.- Los consejeros comunes y el control de empresas: mayorías y minorías en la asistencia de Juntas Generales. Revista Española de Financiación y Contabilidad, nº 9.- Julio-Septiembre, 1974. pp. 459-66.

CALAFELL CASTELLO, A.- Las inversiones financieras y el control d empresas. Revista Española de Financiación y Contabilidad, nº 10 Octubre-Diciembre, 1974 pp. 633-40.

CAÑIBANO, L.- Las decisiones secuenciales en la empresa. Fondo para la Investigacion Económica y Social de la Confederacion Española de Cajas de Ahorro. Madrid, 1973.

CAÑIBANO, L.- La elaboracion de modelos presupuestarios.- Trabajo no publicado.

CAÑIBANO, L. & CEA, J.L.- Los grupos de empresas. Consolidación y censura de sus estados financieros.- Ediciones ICE. Madrid, 1972.

CARLETON, W.T.- An analytical model for long range, financial planning.- The Journal of finance. Vol. XXV nº 2. Mayo, 1970. - pp. 291-315.

CASTAÑEDA, I.- Lecciones de Teoría Económica.- Aguilar.- Madrid, 1972.

CLARK, J.M.- Business acceleration and the law of demand: a technical factor in economic cycles.- Readings in business cycle theory American Economic Association, 1944.

CLARK, J.M.- Competition as a dynamic process.- The Brookings Institution. Washington D.C., 1961

CLELAND, Sh.- Ensayo de una teoría de la gestion de las empresas. Trabajo incluído en la obra editada por K. Boulding & W. Spivey: La programmation lineaire et la theorie de l'entreprise. Dunod. - Paris, 1964.

CLENDENIN, J. & VAN CLEAVE, M.- Growth and common stock values.- Journal of Finance.- Diciembre, 1954 pp. 365-76.

COHEN, K.J. & CYERT, R.M.- Theory of the firm: resource allocation in a market economy.- Prentice Hall.- Englewood Cliffs. New Jersey 1965.

COMANOR, W.S. & LEIBENSTEIN, H.- Allocative efficiency, X-efficiency and the measurement of welfare loss.- Economica. Mayo, 1971.

COMMITTE, TH.- Managerial finance for the seventies.- Mc Graw Hill New York, 1972.

COOPER, W.W.-Revisions to the theory of the firm.- American Economic Review.- Diciembre, 1949. pp. 1204-22.

COOPER, W.W.- Limits to the growth and size of firms: Discussion.- American Economic Review, Proceedings, Vol. 45. pp. 559-565.

COTTA, A.- Theorie générale du capital, de la croissance et des - fluctuations. Dunod. París, 1967.

COTTA, A.- Les choix économiques de la grande entreprise. Dunod. París, 1970.

CREW, M.A. y ROWLEY, C.K.- On allocative efficiency, X-efficiency and the measurement of welfare loss.- Economica. Mayo, 1971.

CREW, M.A., ROWLEY, C.K. & JONES-LEE, M.W.- X-theory versus management discretion theory.- Southern Economic Journal. Octubre, -- 1971.

CROZIER, M.- Le phénomène bureaucratique.- Editions du Seuil.- París, 1963.

CROZIER, M.- La societé bloquée.- Editions du Seuil,- París, - - 1971.

CUADERNOS PARA EL DIALOGO: La Banca,- Número correspondiente al - mes de Abril, 1968.

CURRAN.- Principles of financial management.- Mac Graw Hill.- New York, 1972.

CURWEN, J.- Managerial economics.- The Macmillan. Press Ltd. Londres, 1974.

CYERT, R.M. & MARCH, J.G.- A behavioural theory of the firm. Prentice Hall. Englewood Cliffs. New Jersey, 1963. (Versión española: Teoría de las decisiones económicas en la empresa.- Herrero Hermanos Sucesores S.A. México, 1965.)

CYERT, R.M. & MARCH, J.G.- Organizational factors in the theory - of the firm.- Quarterly Journal of Economics. Febrero, 1966.

CYERT, R.M. & KAMIEN, M.J.- Behavioural rules and the theory of the firm. - Incluída en PHILIPS, A. & WILLIANSON, O. E.- Prices: Issues in theory, practice and public policy. Pensylvania U.P. Philadelfia, 1967.

CYERT, R.M. & GEORGE, K.D.- Competition, growth and efficiency.- Economic Journal. Marzo, 1969.

CHAMBERLAIN, N.W.- La coordinación entre el plan de la empresa y los objetivos económicos nacionales.-Trabajo incluído en F. Bloch. Lainé & F. Perroux: La empresa y la economía del siglo XX. Tomo 1 Deusto. Bilbao, 1970.

CHAMBERLIN, E.H.- "The theory of monopolistic competition.- Harvard University Press. Cambridge. Mass, 1933. (Hay versión española de Fondo de Cultura Económica. México 1956).

CHAMBERLIN, E.H.- Product heterogeneity and public policy.-Incluído en la obra de G.C. Archibald: The theory of the firm.- Penguin. Harwondsworth, 1971.

CHANDLER, A.D. Jr.- STRATEGY AND STRUCTURE.-M.I.T. Press. Cambridge, Mass., 1962.

CHARNES, A. & COOPER, W & MILLER, M.- Application of linear programming to financial budgeting and the costing of funds.-Journal of Business. Vol. XXXII. Enero, 1959. pp. 20-46.

CHARNES, A & COOPER, W.W.- Management models and industrial applications of linear programming.- John Wiley and Sons. New York, - 1961.

CHAZELAS, J.- La maîtrisse de la croissance de l'entreprise (varios autores). Dunod. París, 1973.

CHENERY, H.- Overcapacity and the acceleration principle.- Econometrica. Vol. 20 Enero, 1952.

CHEVALIER, J.M.- The problem of control in large american corporations.- Antitrust Bulletin. Primavera, 1969.

CHEVALIER, J.M.- La structure financière de l'industrie américaine et le probléme du contrôle dans les grandes sociètés américaines.- Cujas. París, 1970.

CHILDS, J.- Long-term financing.- Prentice Hall. Englewood Cliffs.- New Jersey, 1961.

CHOLVIS, F.- La dimensión más económica de la empresa.- Prometeo. Buenos Aires, 1954.

DANTZIG, G.B.- Linear programming and extensions.- Princeton University Press. Princeton,New Jersey, 1963.

DARANAS PELAEZ, M.- Dimensión, competencia, monopolio.- Boletín de Estudios Económicos de la Universidad Comercial de Deusto, nº 87. Vol. XXVIII. Diciembre, 1972.

DAUTEN, C.- Towards a theory of business finance: the necessary ingredients of a theory of business finance.- The Journal of Finance nº X.- Mayo, 1955.

DAVIS, H.M.- The current state of profit theory.- American Economic Review.- Diciembre, 1953. pp. 797-825.

DEAN, J.- Capital budgeting.- Columbia University Press.- New York. 1951. Hay edición española

DEAN, J.- Managerial Economics.- Prentice Hall. Englewood Cliffs.- New Jersey, 1951.

DEBREU, G. Theory of Value.- John Wiley and Sons. New York, 1959

DEBREU, F.- New concepts and techniques for equilibrium analysis.- International Economic Review, 1972.

DEFOSSE, G.- La gestión financiera de las empresas.- Ariel.- Barcelona 1962

DEL ARCO RUETE, L.- Sistema fiscal, inversion y financiación de - inversiones.- Boletín de Estudios Económicos de la Universidad Comercial de Deusto nº 90. Vol XXVIII. Diciembre, 1973. pp. 689-723.

DE LA CUESTA RUTE, J.Mª.- La acción como parte del capital y como título en la sociedad anónima norteamericana.- Edicion patrocinada por los Colegios de Agentes de Cambio y Bolsa y Corredores Colegiados de Comercio. Madrid, 1972.

DELILEZ, J.- Los Monopolios.- Comunicación Serie B.- París, 1970.

DE LUIS DIAZ-MONASTERIO, F.- La política fiscal y la dimensión de la empresa.- Boletín de Estudios Económicos de la Universidad Comercial de Deusto. Vol. XXVII nº 87, Diciembre, 1972. pp. 1237-72

DEMONQUE, M.- La empresa y su papel en los sistemas económicos de Francia: La gran empresa francesa.- Trabajo incluído en la obra - editada por F. Bloch-Lainé & F. Perroux: La empresa y la economía del siglo XX. Tomo, 1. Deusto. Bilbao, 1971.

DEUTSCHER, I.- Revolución inconclusa.- Ediciones Erca. México,1967.

DEWING, A.- A statistical test of the success of consolidations.- Quarterly Journal of Economics. Noviembre, 1921.

DEWING, A.- The Financial Policy of Corporations.- The Ronald --- Press Company.- New York, 1943.

DOBB, M.- Studies in the development of capitalism.- International Publishes Co. New York, 1963.

DOBB.- Introducción a la Economía.- Fondo de Cultura Económica. - México, 1973.

DOBROVOLSKY, S.- Corporate income retention 1915-43.- National Bureau of Economic Research. New York, 1951.

DOBROVOLSKY, S.P.- Economics of corporate internal and external financing.- Journal of Finance. Vol, 13. Marzo, 1958. pp. 35-47.

DOBROVOLSKY, S.- Problemas financieros de una empresa en desarrollo.-Trabajo incluído en la obra editada por F.Bloch-Lainé & F. Perroux: El crecimiento de la empresa y el beneficio.- Deusto. Bilbao 1971.

DOBROVOLSKY, S.- The economics of corporation finance.- Mc Graw - Hill.- New York, 1971.

DODERO, A.- Marketing financiero. Revista Española de Financiación y Contabilidad. Octubre-Diciembre, 1974. pp. 653-69.

DOMAR, E.D.- The case for accelerated depreciation.- Quarterly -- Journal of Economics. Nº 67. Noviembre, 1953.

DONALDSON, G.- Corporate debt capacity.- Harvard University Press, Boston, 1961.

DONALDSON, G.- Financial Goals: management vs. stockholders.- Harvard. Business Review. Mayo-Junio 1963. pp. 116-129.

DONALDSON, ELVIN & PFAHL, I.- Corporate finance, policy and management - The Ronald Press Co. New York, 1969.

DOOLEY, P.C.- The interlocking directorate.- American Economic Review. Junio, 1969. pp. 314-23.

DORFMAN, R.- Application of linear programming to the theory of - the firm.- University of California Press. Berkeley, 1951.

DORFMAN, R.- Mathematical or linear programming: a non- mathematical exposition.- American Economic Review. Nº 43, 1953. pp. 797-82 Aparece reproducido en la obra editada por G.C. Archibald: Theory of the firm. Penguin Books Inc. Harmondsworth, 1971.

DORFMAN; R., SAMUELSON, P.A. & SOLOW, R.M.- Linear programming -- and economic analysis.- McGraw Hill. New York, 1958. Hay versión española bajo el título: Programación lineal y análisis económico. Aguilar. Madrid, 1962.

DOUGALL, H.- Capital markets and institutions.- Prentice-Hall.- - Englewood Cliffs.- New Jersey, 1962.

DOWNIE, J.- The competitive process.- Duckworth.- Londres, 1958.

DOWNS, A. & MONSEN, R.J: A theory of large managerial firms.- --- Journal of Political Economy.- Junio 1965.

DRUCKER, P.F.- The practice of management.- Harper & Brothers.- - New York, 1954.

DRUCKER, P.- Business objectives and survival needs: notes on a -- discipline of business enterprise.- Journal of Business. Vol. 31. Abril 1958. pp. 81-99

DURAND, D.- Costs of debt and equity funds for business: Trends- and problems of mesasurement.- Conference on Research.- Business Finance-Nacional Bureau of Economic- Research Inc. New York, 1952.- - (Aparece en Solomon, F.- The management of corporate capital.- The Free Press of Glencoe - New York, 1969)

DURAND, D.- Growth stocks and the Petersburg paradox.- Journal of Finance.- Septiembre, 1957. pp. 348-63.

DURAND, D.- The cost of capital, corporation finance and the theory of investment: Comment.- The American Economic Review- Septiembre, 1959 pp. 639-655. Aparece reproducido en ARCHER & D'AMBROSIO: The theory of business finance.- Mc Millan. New York, 1967.

EARLY, J.S.- Marginal policies of excellently managed companies.- American Economic Review. Marzo, 1956.

EASTON, A.- Complex managerial decisions involving multiples objetives.- John Wiley Sons Inc. New York, 1973.

EATWELL, J.L.- Growth, profitability and size: the empirical evidence. Trabajo incluído en la obra editada por R. Marris & A. Wood: The corporate economy.- Mac Millan. Londres, 1973.

EDWARDS, C.- Maintaining competition.- Mc. Graw Hill.- New Yerk. 1949.

EDWARDS, R.S.; TOWNSED, H.- El desarrollo en la empresa.- Hispano Europea de Ediciones.- Barcelona, 1966.

EDWARDS. E.O. & BELL Ph. W.- The theory and measurement of business income.- University of California Press. Berkeley, 1970.

EGUIDAZU, F.- Las causas de la inversion directa.- Informacion Comercial Española nº 476. Mayo, 1973.

EITEMAN, D.K. & STONEHILL, A.I.- Multinational business finance.- Addison Wesley Publishing Co. Reading, Mass. 1973.

ENCARNACION, J.- Constraints and the firm's utility function.- Review of Economics Studies. Abril, 1964.

ENGELS, F.- Anti-Dühring.- Ciencia Nueva. Madrid, 1968.

ENGELS, F.- El origen de la familia, la propiedad y el Estado. Editorial Claridad. Buenos Aires (9ª edición).

ENKE, S.- On maximising profits: a distinction between Chamberlin and Robinson.- American Economic Review.- Septiembre, 1951. pp. - 566-578.

EZEKIEL, M.- The cobweb theorem.- Quaterly Journal of Economics, 1938.

FAMA, E.F.- The behavior of stock market prices.- Journal of Business. Nº 38. Enero, 1965. pp. 34-105.

FAMA, E. & BABIAK, H.- Dividend policy: an empirical analysis.- Journal of the American Statistical Association. Vol, 43.- Diciembre, 1968. pp. 1132-1161.

FAMA, E.F. & MILLER, M.H.- The theory of finance.- Holt, Rinehart and Winston, New York, 1972.

FAURE, E (y otros autores).- La maîtrise de la croissance dans -- l'éntreprise.- Colloque National de Cannes, 1971. Dunod, París, - 1973.

FEINSTEIN, CH.- Socialism, Capitalism and Economic Growth. Essays presented to Maurice Dobb.- Cambridge U.P., 1967.

FELLNER, W.- Competition among the few.- Alfred A. Knopf.- New -- York, 1949.

FELLNER, W.- Oligopolio (Teoría de las estructuras de mercado).- Fondo de Cultura Económica. México, 1953.

FERNANDEZ AMATRIAIN, J.- La Bolsa. Deusto. Bilbao, 1968.

FERNANDEZ DE LA MORA, G.- El crepúsculo de las ideologías.- Rialp. Madrid, 1965.

FERNANDEZ PIRLA, J.Mª.- La valoración de la empresa y la Bolsa.- Revista de Economía Financiera nº 29.- Ministerio de Hacienda. Madrid, 1969.

FERNANDEZ PIRLA, J.Mª.- Economía y gestión de la empresa.-Ed. ICE. Madrid, 1970.

FERRIN GUTIERREZ, J.A.- Los Fondos de Inversión Mobiliaria. ¿Qué son?. ¿Qué puede esperar de ellos el inversor?.-Monografía nº 5 editada por AGECO S.A. Madrid.

FORRESTER, J.W.- Industrial dynamics.-M.I.T. Press. Massachusetts, 1968 (5ª edición). Hay edición en español: Dinámica Industrial.- El Ateneo, Buenos Aires, 1972.

FORSTHOFF, E.- Sociedad industrial y Administración Pública. Escuela Nacional de Administración Pública. Imprenta B.O.E.

FRANK, W.G. & WEYGANDT, J.J.- Convertible debt and earnings per share: pragmatism vs. good theory.- Accounting Review, 45.- Abril, 1970 pp. 280-89.

FRANKO, G.L.- Joint ventures survival in multinational corporations Praeger. New York, 1971.

FRIEDLANDER, F. & PICKLE, H.- Components of effectiveness in small organizations.- Artículo incluído en la obra editada por W.H. Starbuck: Organizational growth and development.- Penguin. Harmondsworth, 1971.

FRIEND, I & PUCKETT, M.- Dividends and stock prices.- American Economic Review.- Vol. 54.- Septiembre, 1964 pp. 656-82. - Aparece en la obra de Weston y Woods: Teoría de la financiación de la empresa: Gustavo Gili S.A. Barcelona, 1970.

FUENTES QUINTANA, E.- Hacienda Pública. Introducción y Presupuesto. Apuntes de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales.- Madrid, 1969.

GALBRAITH, J.K.- Market structure and stabilization policy.- Review of Economics and Statistics. Mayo, 1957.

GALBRAITH, J.K.- La hora liberal. Ariel.- Barcelona, 1961.

GALBRAITH, J.K.- El crac del 29.- Ed. Seix y Barral. Barcelona,1965.

GALBRAITH, J.K.- El nuevo estado industrial.- Ariel. Barcelona, -- 1969.

GALBRAITH, J.K.- La Sociedad opulenta. Ariel. Barcelona, 1969.

GALBRAITH, J.K.- El capitalismo americano.- Ariel.- Barcelona,1972.

GALBRAITH, J.K.- Desarrollo Económico.- Ariel.-Barcelona, 1972.

GALBRAITH, J.K.- La crisis de las sociedades industriales.- Biblioteca Promoción del Pueblo.- Vizcaya, 1972.

GARCIA DELGADO, J.L. & LOPEZ MUÑOZ, A.- Análisis de la banca privada española. Revista Cuadernos para el Dialogo,-Abril,1968 (Número extraordinario).

GARCIA DIAZ, I.- Los Fondos de Inversión en el mercado financiero.- Guadiana. Madrid, 1970.

GARCIA EQUIVARRIA, S.- Política financiera de la empresa.- ESIC-MARKET nº 11.- Junio-Septiembre, 1973. pp. 143-210.

GARCIA EGOCHEAGA, J.J.- Planificacion a largo plazo y objetivos de la empresa.- Boletín de Estudios Económicos de la Universidad Comercial de Deusto nº 84. 1971. pp. 969-980.

GARCIA EGOCHEAGA, J.J.- El objetivo financiero de la empresa. Teoría y práctica financieras.- Boletín de Estudios Económicos de la Universidad Comercial de Deusto. Vol. XXVIII, Nº 88, Abril, 1973.

GARCIA GARCIA, M.- Contabilidad General. Introducción al análisis circulatorio de la realidad económica.- Confederación de Cajas de Ahorros. Madrid, 1974.

GERGOPOULOS, B.S., MAHONEY, G.M. y JONES, N.W.- A path-goal approach to productivity.-Artículo incluido en la obra editada por - --

Vroom y Deci: Management and motivation.- Penguin, Harmondsworth 1972.

GIBRAT, R.- Les inégalités économiques.- París, 1931.

GILBERT, M.- The modern business enterprise (varios autores).- Penguin books. Harmondsworth, 1972.

GIMENO MONTADAS, F.- Análisis dimensional [illegible] Boletín de Estudios Económicos de la Universidad [illegible] Vol. XXVII. Nº 87. Diciembre, 1972.

GODELIER, M.- Racionalidad e irracionalidad en economía.- Siglo XXI. Editores, S.A. México 1973.

GOFFIN, R.- L'autofinancement des entreprises. Dirty, 1960.

GOODWIN, R.M.- Income, employment and public policy.- Trabajo incluído en la obra editada LL. A. Metzler (y otros) Essays in honor of Alvin H. Hansen.- W.W. Norton & Co. New York, 1948.

GORDON, M.- Dividends, earnings and stock prices.- Review of Economics and Statistics.- Mayo, 1959. pp. 99-105

GORDON, M.J.- The investment financing and valuation of the corporation.- Richard. D. Irwin.- Homewood. Illinois, 1962

GORDON, M.J. & SHAPIRO, E.- Capital Equipment analysis: The required rate of profit.-Management Science.- Vol. 3. Octubre, 1956. - p p. 102-110.

GORDON, M.J.- The savings investment and valuation of a corporation Review of Economics and Statistics. Febrero 1962 pp. 37-51.

GORDON, M.J.- Optimal investment and financing policy.- The Journal of Finance, XVIII. Mayo, 1963. pp. 264-272. Aparece en ARCHER S. & D'AMBROSIO, CH.- The theory of business finance.- Mc Millan.- New York, 1967.

GORDON, M.J.- Towards a theory of financial distress.- Journal of Finance. Vol. 26.- Mayo, 1971. pp. 347-356.

GORDON, R.A.- Stock holdings of Officers and Directors in American Industrial Corporations.- Quarterly Journal of Economics, 1936. pp. 622-657

GORDON, R.A.- Ownership by management and control groups in large corporations.- Quarterly Journal of Economics LII, Mayo, 1938. pp. 367-400.

GORDON, R.A.- Ownership and compensation as incentives to corporation executives.- Quarterly Journal of Economics. Mayo, 1940 pp. 455-473.

GORDON, R.A.- Short period price determination in theory and practice.- American Economic Review. Junio, 1948.

GORDON, R.A.- Business leadership in the large corporation.- University of California. Berkeley, 1961.

GRABOWSKI, H.G. & MUELLER D.C.- Managerial and stockholder welfare models of firm expenditure.- Review of Economics and Statistics. Febrero, 1972.

GRAHAM, B. & DODD, D. & COTTLE, S.- Security analysis.- Mc. Graw Hill.- New York, 1962.

GRANELL, F.- Las empresas multinacionales y el desarrollo. Ariel.- Barcelona, 1974.

GRANGER, H.- The hierarchy of objectives.- Harvard Business Review Vol. 42. nº 3. Mayo-Junio, 1964.

GUTENBERG, E.- La dimensión óptima de la empresa.- Boletín de Estudios Económicos de la Universidad Comercial de Deusto. Vol. XV, nº 49. Enero-Abril, 1960. pp. 17-44.

GUTENBERG, E.- Financiación de la empresa.- Ediciones ICE.- Madrid 1972.

GUTHMAN, H. & DOUGALL, H.- Corporate Financial Policy.- Prentice Hall.- Englewood Cliffs. New Jersey, 1955.

HADAR, J.- Elementary Theory of Economic Behaviour.- Addison & -- Wesley.- Reading.- Mass, 1966.

HADLEY, G.- Non-linear and dynamic programming.- Addison.-Wesley Publishing Co. Reading, Mass, 1961.

HAGUE, D.C.- Managerial economics.- Longman, 1969.

HAGUE, D.C.- Economic theory and business behavior.- Review of Economic Studies. Vol. 16. pp. 144-59

HAHN, R.H. & MATTHEWS, R.C.O.- La teoría del crecimiento económico: una visión panorámica.- Trabajo incluído en el libro: Panoramas contemporáneos de la teoría económica. Volumen II. Crecimiento y desarrollo.- Alianza Universidad. Madrid, 1970.

HAKANSSON, N.H.- On the dividend capitalization model under uncertainty.- Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol. 4 Marzo, 1969. pp. 65-87.

HALEY, CH.- Taxes, the cost of capital and the firm's investment decision.- Journal of Finance.- Septiembre, 1.971.

HALEY, CH. & SCHALL, L.-A note on investment policy with imperfect capital markets.- Journal of Finance.- Vol. 27.- Marzo, 1972.- pp. 93-96.

HALEY, CH; SCHALL, L.- The theory of financial decisions.- Mc. -- Graw Hill. New York, 1973.

HALL, R.L. & HITCH, C.J.- Price theory and business behavior.- Oxford Economics Papers. Mayo, 1939

HALL, M,- Sales revenue maximization: an empirical examination.- Journal of Industrial Economics.- Abril, 1967.

HALL, M. & WEISS, L.- Firm size and profitability.- Review of Economics and Statistics. Agosto, 1967.

HALM, G.N.-Sistemas económicos. Rialp. Madrid, 1964.

HAMADA, R.- Portfolio analysis, market equilibrium and corporation finance.- Journal of Finance.- Marzo, 1969. Vol. 24.- pp. 13-31.

HAMILTON, E.- Prices on a factor in business growth.- Journal of Economics and History.- Otoño, 1952.

HARROD; R.F.- Doctrines of Imperfect Competition.- Quarterly of -- Economics. Mayo 1934.- pp. 442-470.

HART, P.E.- The size and growth of the firms.- Economica. Febrero, 1962.- Aparece incluído en la obra editada por G.C. Archibald: The theory of the firm.- Penguin. Harmondsworth, 1971.

HAVEMAN, R. & DE BARTOLO, G.- The revenue maximising oligopoly model: a comment.- American Economic Review. Diciembre, 1968

HAWKINS, C.J.- On the sales revenue maximization hypothesis.- Journal of Industrial Economics.- Abril, 1970.

HAWKINS, C.J.- The revenue maximization oligopoly model: comment.- American Economic Review.- Junio, 1970.

HAWKINS, C.J.- An exploration of the kinked demand curve hypothesis.- Southampton University Discussion Papers in Economics and Econometrics, 1971.

HAWKINS, C.J.-Theory of the firm.- Mc.Millan Press. Londres, 1973

HAYEK, F.A.- The corporation in a democratic society: in whose interest ought it and will it run ?.- Artículo recogido en la obra -- editada por H.I. Ansoff: Business Strategy.- Penguin Books. Har--- mondsworth, 1969.

HAYES, S.L. & RELLING, H.B.- Sophisticated financial tool: the warrant.- Harvard Business Review nº 47. Enero-Febrero, 1969. pp. -- 137-50.

HEAL, G.M. & SILBERSTON, S.- Alternative managerial objectives: an explanatory note.- Oxford Economic Papers. Julio, 1972

HEFLEBOWER.- Full costs, cost changes and prices. Universities National Bureau Commitee for Economic Research. Aparece en la obra: Business concentration and price policy.- Princeton University -- Press, 1955.

HENNESSY, J.M.- Acquiring merging business.- Prentice Hall. Englewood Cliffs. New Jersey, 1966.

HICKS, J.R.- Annual Survey of Economic Theory. The theory of monopoly.- Econometrica. Enero, 1935

HIGGINS, B.: Elements of indeterminancy in the theory of non-perfect competition.- American Economic Review. Septiembre, - 1939.

HIGGINS; R.D.- Dividend policy and increasing discounting rates: a clarification.- Journal of Financial and Quantitative - Analysis. Vol. 7. Junio, 1972. pp. 1157-62.

HILFERDING, R.- El capital financiero.- Editorial Tecnos. Madrid 1973 (reimpresión).

HINDLEY, B.- "Capitalism and the corporation".- Economica. Noviembre, 1969.

HINDLEY, B.- "Separation of ownership and control in the modern corporation".- Journal of Law and Economics. Abril, 1970.

HOGARTY, Th. F.- The profitability of corporate mergers. Journal of business, 43. Julio, 1970. pp. 317-27.

HOOGSTRAAT, E.E.- "Attack on the value of the profit motive in theories of business behaviour". Incluído en la obra editada por J.W. McGuire: "Interdisciplinary studies in business behaviour" Southwestern, 1962.

HOLT, C.- "The influence of growth duration on share prices".- Journal of Finance.- nº 17. Septiembre, 1962. pp. 465-75.

HOROWITZ, J. "Decision making and the theory of the firm".- Holt Rinehart & Winston.- New York, 1970.

HOUSSIAUX, J.- Monopolios, empresas dominantes y prácticas restrictivas comerciales.- A.P.D. Madrid, 1963.

HOWARD, B. & UPTON, M.- "Introduction to business finance".- McGraw Hill.- New York, 1953.

HUNT, P.- "The financial policy of corporations". Quarterly Journal of Economics LVII. Febrero, 1943.

HUNT, P.- A proposal for precise definitions of trading on the equity and leverage. The Journal of Finance, 16. Septiembre, - 1961. pp. 377-86.

HUNT, P.- Financial analysis in capital budgeting.- Graduate - School of Business Administration. Harvard University. Boston, 1964.

HUNTCHINSON, G.E. (editor).- The business of acquisitions and- mergers.- Presidents Publishing House, 1968. New York.

IJIRI, J.- "Management Goals and Accounting for Control".- North Holland Publishing Co. Amsterdam, 1965 (versión española. Ed. -- ICE. Madrid, 1975).

IJIRI, Y & LEVY, F. & LYON, R.- "A linear programming model for budgeting and financial planning".- Journal of Accounting Researc I (otoño 1963) pp. 198-212.

IJIRI, Y. & SIMON, H.A. "A model of business firm growth".Econo- métrica. Vol. 35, nº 2, 1967. pp. 348-55. Reproducido en STARBUC

W.H.- "Organizational growth and development".- Penguin Books. Harmonds worth, 1971.

INSTITUTO DE ESTUDIOS FISCALES.- "La Bolsa". Economía Financie- ra Española. Ministerio de Hacienda. Madrid, 1969.

INSTITUTO ESPAÑOL DE ANALISTAS DE INVERSIONES.- Introducción al análisis y gestion de valores (varios autores). Ed. Labor. Bar- celona, 1972.

ITURRALDE, J.I. & BENITO, J.- El comportamiento de valores ante la baja.- Monografía, nº 3 editada por AGECO S.A. Madrid.

JACOBY, N.H.- Corporate power and social responsability.-McMi- llan Publishing Co. New York, 1973.

JAEDICKE, R.K. & SPROUSE, R.T.- Accounting flows: income, funds, and cash.- Prentice Hall. Englewood Cliffs. New Jersey, 1965.

JENNY, H.H.- "Big business in modern american capitalism: the - concept of autonomous power". Paper read and the Annual Meeting of the Ohio Association of Economists. April, 1956.

JENNY, H.- La récherche opèrationnelle: sa nature, son champ -- d'aplication et quelques comentaires sur l'influence qu'elle -

peut avoir sur les regularisations des fluctuations économiques.- Trabajo incluído en la obra editada por K. Boulding & W. Spivey: La programmation linéaire et la théorie de l'entreprise. Dunod.- Paris, 1964.

Johnson, R.W.- "Financial management".- Allyn & Bacon Inc. Boston, 1962.

JOVEN CAMARA DE BARCELONA.- "El mercado bursátil español". Varios autores. Noviembre, 1972.

KAFOGLIS, M.Z.- "Output of the restrained firm".- American Economic Review.- Septiembre, 1969.

KAFOGLIS, M.Z. & BUSHNELL, R.C.- "The revenue maximisation oligopoly model: comment".- American Economic Review. Junio, 1970.

KAHN, A.E.- Economics of regulation.-John Wiley & Sons. New York 1971.

KANTOROVICH, L.V.- La asignación óptima de los recursos económicos.- Ariel. Barcelona, 1966.

KAPLAN, A.D.H.- "Big enterprise in a competitive system".- Brookings Institution. Washington D.C. 1958.

KATONA, G.- "Psychological analysis of economic behavior".- MacGraw Hill. New York, 1951. Hay traducción al castellano bajo el título: "Análisis psicológico del comportamiento económico". Rialp. Madrid, 1970.

KAYSEN, C.- "The social significance of the modern corporation".- American Economic Review. Vol. XLVII nº 2. Mayo, 1957.

KAYSEN, C. "Another view of corporate capitalism".- Quarterly Journal of Economics Vol. LXXIX nº 1. Febrero, 1965.

KAYSEN, C.- The corporation: How much power? What scope? Artículo incluido en la obra editada por A. Pizzorno: Political sociology.- Penguin, Harmondsworth, 1971.

KNAUTH, O.- "Managerial enterprise: its growth and methods of operation".- W.W. Norton. New York, 1948.

KELLY, E.- "The profitability of growth through mergers".- Center for Research of the College of Business Administration. Pennsylvania State University, 1967.

KENT, R.- "Corporate Financial Management".- Richard D. Irwin - Inc. Homewood, 1960.

KIDRON, M.- "El capitalismo occidental de la postguerra". Guadarrama. Madrid, 1971.

KINDLEBERGER, Charles, P.- Economía Internacional. Aguilar. Madrid, 1964.

KING, B.F.- Market and industry factors in stock price behavior. Journal of Business. Vol. 39. Enero, 1966. pp. 139-90.

KOLDE, E,J.- International business entreprise.- Prentice Hall. Englewood Cliffs. New Jersey, 1973.

KOOPMANS, L.M. & T. HOOT WELWARS, M.- "Economic growth, marginal-productivity of capital and the rate of interest".- Incluído en la obra de: HANN, F.H. & BRECKLING, F.R.A.- The theory of interest rates".- Macmillan. Londres, 1965.

KREPS, Th, J.- Measurement of the social performance of business. Monograph nº 7. Temporary National Economic Committee, 1940.

KUEHN, D.A.- "Stock market valuation and acquisitions: an empirical test of one component of managerialutility".- Journal of - Industrial Economics. April, 1969.

KUH, E.- "Capital Stock Growth: a micro-econometric approach".- North. Holland Publishing Co.- Amsterdam, 1963.

KUHN, T.S.- The structure of scientific revolution.- University of Chicago Press. Illinois, 1962. Hay versión en castellano bajo el título: La estructura de las revoluciones científicas. El Ateneo.- Buenos Aires.

KUHN H.W. & TUCKER A.W.- Non-linear programming.- Trabajo incluido en la obra editada por J. Neyman: Proceedings of the second -

Berkeley symposium on mathematical statistics and probability.- University of California, Press. Berkeley, 1951.

LANGE, O.- Teoría de la reproducción y de la acumulación.- Ariel Barcelona, 1970.

LANZILLOTTI, R.F.- "Pricing objectives in large companies". American Economic Review. Diciembre, 1958. pp. 921-40; "Pricing -- objectives in large companies".- American Economic Review. Sep-- tiembre, 1959.

LARNER, R.J.- "Ownership and control in the 200 largest non financial corporations: 1929 and 1963".- American Economic Review.- Septiembre, 1966.

LARNER, R.- "Management control and the large corporation".- Dunellen Publishing Co. New York, 1970.

LARSON, K.D. & GONEDES, N.J.- Business combinations: an exchange ratio determination model.- Accounting Review, 44. Octubre, -- 1969, pp. 720-26.

LEIBENSTEIN, H.- Economic theory and organizational analysis. Harper & Brothers. New York, 1960.

LEIBENSTEIN, H.- "Allocative efficiency versus X- efficiency".- American Economic Review. Junio, 1966.

LERNER, E & CARLETON, W.- "The integration of capital budgeting and stock valuation".- American Economic Review.- Vol. 54. Septiembre, 1964. pp. 683-702. Aparece en ARCHER & D'AMBROSIO: The theory of business finance.

LERNER, E,M.- & CARLETON, W.T.- "A theory of financial analysis. Harcourt, Brace & World. New York, 1966.

LERNER, E. & CARLETON, W.: Financing decisions of the firm.- Journal of Finance. Mayo, 1966. Aparece reproducido en la obra de Weston & Woods: Teoría de la financiación de la empresa.- Gustavo Gili S.A. Barcelona, 1970.

LESOURNE, J. Modèles de croissance des entreprises. Dunod. Paris, 1973.

LEVY, H. & SARNAT, M.- "Diversification, portfolio analysis and the uneasy case for conglomerate mergers". Journal of Finance. Vol. 25. Septiembre, 1970. pp. 795-802.

LEWELLEN, W.- "The cost of capital".- Woodsworth Publishing Co.- Belmont, California, 1959.

LEWELLEN, W.G.- Management and ownership in the large firm.- Journal of Finance, Mayo, 1969.

LEWELLEN, W.G.- "The ownership income of management". Columbia University Press. New York, 1971.

LEWELLEN, W.G.- A pure financial rationale for the conglomerate merger.- Journal of Finance, 26. Mayo, 1971. pp. 521-37.

LIBERMAN, Y.- The soviet economic reform. Foreign Affairs. Octubre, 1967.

LILIENTHAL, D.- "Big business: a new era".- Harper & Brothers. New York, 1953.

LINDSAY, R. & SAMETZ, A.- "Financial Management. An analytical approach".- Richard D. Irvin.- Homewood, Illinois, 1963.

LINOWES, D.F.- Managing growth through acquisition.- American Management Association. New York, 1968.

LINTNER, J.- "Distribution of incomes of corporations among dividens, retained earnigs and taxes.- Proceedings of American Economic Review. Vol. 46. Nº 2, Mayo, 1956. pp. 97-113.

LINTNER, J.- "Dividens, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations".- Review of Economics and Statistics XLIV.- Agosto, 1962. pp. 243-270.

LINTNER, J.- "The cost of capital and optimal financing of corporate growth".- Journal of Finance. Vol. 18.- Mayo, 1963. pp. 293-310.

LINTNER, J.- "Optimal dividends and corporate growth, under uncertainty.- Quarterly Journal of Economics, 78. Febrero, 1964. pp. 49-95.

LINTNER, J.- "The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock protfolios and capital budgets".- Review of Economics and Statistics. Vol. 47. Febrero, 1965.

LINTNER, J.- "Security prices, risk and maximal gains from diversification.- Journal of Finance. Vol. 20. Diciembre, 1965. pp. 587-615.

LINTNER, J.- "The aggregation of investors' judgements and preferences in purely competitive security markets.- Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol. 4. Diciembre, 1969. pp. 347-400.

LINTNER, J.- Expectations, mergers and equilibrium in purely competitive securities markets.- American Economic Review. Vol. 61 Mayo, 1971.

LINTNER,J.- Optimum or maximum corporate growth under uncertainty Trabajo incluído en la obra editada por R. Marris & A. Wood.: The corporate economy.- The MacMillan Press Ltd. Londres, 1973.

LIPSEY, R.G.: An introduction to positive economics,- Weidenfeld & Nicolson, 1971.

LIVERMORE, S.- The sucess of industrial mergers. Quarterly Journal of Economics. Noviembre, 1955.

LOASBY, B.J.- "Hypothesis and paradigm in the theory of the firm. Economic Journal. Diciembre, 1971.

LOPEZ MORENO, M. La llamada investigación operativa y la ciencia económica.- ITECA. Madrid, 1959.

LOUCKS, V.N.- Comparative economic systems.- Prentice Hall. Englewood Cliffs. New Jersey, 1967.

LUCE, R. & RAIFFA, H.- "Games and decisions".- John Wiley & Sons. New York, 1959

LUCAS, R.E. Jr.- "Returns to scale and the optimal growth of - firms".- Working paper. Graduate School Indust. Admin., Carnegie Mellon University, 1965.

LUTZ, V. & LUTZ,F.-"The theory of investment of the firm".- Princeton University Press.- Princeton, 1951.

LYDALL, H.- "The growth of manufacturing firms".- Bulletin of - the Oxford Institute of Statistics. Mayo, 1959.

MARRY, B.D. & SIDERS, D.A.- "An empirical test of the rates maximisation hypothesis.- Southern Economic Journal.- Enero, 1967.

MCCARTHY, G.D.- Acquisitions and mergers.- Ronald Press. New York 1963.

MACE, M.L. & MONTGOMERY, G.G.- "Management problems of corporate acquisitions. Harvard Business School. Division of Research,1962

MACHLUP, F.- The economics of seller's competition. John Hopkins Press. Baltimore, 1952.

MACHLUP, F.- "Theories of the firm: marginalist, behavioural, - managerial. American Economic Review.- Marzo, 1967.

MACKINTOSH, A.S.- El desarrollo de la empresa.- COMPI.- Madrid, 1966.

MAGDOFF, Harry.- "La era del imperialismo. Política económica internacional de Estados Unidos".- Editorial Actual. México, - 1973.

MAKOWER; M.S. & WILLIAMSON, E.- Operational research.- The English Universities Press. Ltd. Londres., 1967.

MALKIEL, B.- "Equity fields, growth and the structure of the -- share prices" American Economic Review. Diciembre, 1963. Vol - LIII. pp. 1.004-30. Aparece reproducido en WESTON, F. & WOODS, D. "Teoría de la Financiación de la Empresa".- Ed. Gustavo Gili. S.A.- Barcelona, 1970.

MANNE, H.- "Mergers and the market for corporation control".- Journal of Political Economy, 1965.

MANSFIELD, E.: Entry, Gibrat's Law innovation and the growthof -

the firm.- American Economic Review. Diciembre, 1962.

MAO, J.- "The valuation of growth stocks: the investment opportunities approach".- Journal of Finance. Vol. 21.- Marzo, 1966, pp. 95-102.

MAO, J.C.T. "Quantitative analysis of financial decision".- MacMillan, New York, 1969. Existe traducción española bajo el título: Análisis financiero. El Ateneo. Buenos Aires, 1974.

MARCH, J.G. & SIMON, H.A.- "Organizations.- John Wiley & Sons, New York, 1958. Traducción castellana de Ariel. Barcelona, 1961

MARCHAL, J.- "The contruction of a new theory of profit".- American Economic Review. Septiemore, 1959. pp. 549-565.

MARGOLIS, J.- "The analysis of the firm: rationalism, conventionalism and behaviourism.- Journal of Business. Julio, 1958.

MARKOWITZ, M.- "Portfolio selection: efficient diversification of investments.- Cowless Foundation Monograph, nº 16.- John -- Wiley and Sons. New York, 1959.

MARRIS, R.- "A model of the "managerial" enterprise". Quarterly Journal of Economics. Mayo, 1963. pp. 185-210.

MARRIS, R. "The economic theory of managerial capitalism". MacMillan and Co. Londres, 1964.

MARRIS, R. "Towards a reform of the big firm." New Society. Septiembre, 1969.

MARRIS, R.- Las teorías sobre el crecimiento de la empresa. Trabajo incluido en la obra editada por F. Bloch-Lainé & F. Perroux La empresa y la economía del siglo XX. (Tomo 3) Deusto. Bilbao, 1970.

MARRIS, R.- "Why economics needs a theory of the firm". Economic Journal. Marzo, 1972. pp. 321-52.

MARRIS; R.- "The corporate society" (Varios autores). The MacMillan Press. Ltd. Londres, 1973.

MARRIS, R. & WOOD, A.- "The corporate economy: growth, competition and innovative power" (varios autores).- The MacMillan -- press Ltd. Londres, 1973.

MARSAL, F.- El deterioro de las empresas publicas. Dopesa, Barcelona, 1974.

MARSHALL, A.- Principios de Economía.- Aguilar, Madrid, 1964.

MARTIN RETORTILLO, S.- La empresa publica como alternativa: un análisis del sistema español. Artículo recogido en la obra: La empresa pública en España (varios autores). Instituto de Estudios fiscales. Madrid, 1972.

MARTIN SAEZ, D.- La pequeña empresa. Boletín de Estudios Económicos de la Universidad comercial de Deusto. Vol. XXVII nº 87. Diciembre, 1972. pp. 937-62.

MARTINEZ DE IBARRETA, J. "La Bolsa en España".- Aguilar. Madrid. 1962.

MARX, K.- El capital. Crítica de la economía política.- Fondo de Cultura economica (3 tomos). México, 1965.

MARX, K.- Formaciones económicas precapitalistas. Ciencia Nueva. Madrid, 1967.

MARX, K.- Manuscritos. Economía y Filosofía. Alianza, Madrid -- 1968.

MASON, E.- The corporation in modern society.- " Harvard University Press. Cambridge. Mass., 1960.

MASSON, R.T.- "Executive motivations, earnings and consequent equity performance". Journal of Political Economy. Diciembre, 1971.

MAURER, H. "Great enterprise: growth and behavior of the big corporation". McMillan. New York, 1955.

McGUIRE, J. & CHIU, J. & ELBING, A.- Executives incomes, sales and profit".- American Economic Review. Vol. 52. Septiembre, - 1.962. pp. 753-61.

MEAD, W.J.,- Instantaneous merger profit as a conglomerate merger motive.- Western Economic Review, 7. Diciembre, 1969. pp. 295-306

MEANS, G.: Pricing, power and public interest.- Harper and Brothers. New York, 1962.

MEILAN GIL, J.L.- Cuestiones institucionales de las empresas públicas en España. Trabajo incluído en la obra: La empresa pública en España. Instituto de Estudios Fiscales. Madrid, 1972.

MELICHER, R.W.- Financing with convertible preferred stock: comment.- Journal of Finance, 26. Marzo, 1971. pp. 144-47.

MELICHER, R.W. & HARTER, Th.R.- Stock price movements of firms - engaging in large acquisitions.- Journal of Financial and Quantitative Analysis, 7. Marzo, 1972. pp. 1469-75.

MENDOZA OLIVAN, V.- La configuración jurídica de la empresa pública. Artículo recogido en la obra: La empresa pública en España (varios autores) Instituto de Estudios Fiscales. Madrid, 1972

MENENDEZ MENENDEZ, A.- "Ensayos sobre la evolución actual de la Sociedad Anónima".- Cuadernos Civitas. Editorial Revista de Occidante. Madrid, 1974.

MICHALET, C.A.- L'entreprise plurinationale.- Dunod.- Paris, - 1969. Versión española: La empresa plurinacional. Guadiana. Madrid, 1973.

MILIBAND, R.: El Estado en la Sociedad capitalista. Siglo XXI Editores. S.A. Méjico, 1973.

MILLER, J.P.- "Contribution of Industrial and the Man Relations to Economists Theory of the Firm".- Industrial Relations Research Association Proceedings. Vol. II. pp. 134-142,

MODIGLIANI, F. & MILLER, M.- "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment.- American Economic Review. Vol. 48. Junio, 1958. pp. 261-296. Aparece en ARCHER, S. & D'AMBROSIO, CH.: The theory of business finance.

MODIGLIANI, F. & MILLER, M.- "The cost of capital, corporation finance and the theory of investment: Reply".- American Economic Review. Septiembre, 1959. pp. 655-669.

MODIGLIANI, F. & MILLER, M.: Dividend policy, growth and the - valuation of shares.- Journal of Business. Octubre, 1961. pp. 411-33. Aparece en ARCHER, S. & D'AMBROSIO, CH.: The theory of business finance.

MODIGLIANI, F. & MILLER, M.- "Corporate income taxes and the cost of capital: a connection.- American Economic Review LIII. Junio, 1963. pp.433-443.

MODIGLIANI, F. & MILLER, M.- "Some estimates of the cost of capital to the electric utility industry". American Economic Review. Vol. 56. Junio, 1966. pp. 333-390.

MODIGLIANI, F. & MILLER, M.- "Reply to Heins and Sprenkler". American Economic Review. Vol. 59. Septiembre, 1969. pp. 592-595.

MOMEY, G.- "Theory of financial structure". Holt, Rinehart & -- Winston Inc. New York, 1969.

MONSEN, R.J. & DOWNS, A.- "A theory of large managerial firms." Journal of Political Economy. Junio, 1965.

MONSEN, R.J., CHIU, J.S. & COOLEY, D.E.- "The effect of separation of ownership and control on the performance of the large - firm. Quarterly Journal of Economics. Vol. 82. Agosto, 1968. pp. 435-51.

MONSEN, R.J. SAXBERG, R.O. & SUTERMEISTER, R.A.- Las motivaciones sociologicas del empresario en la empresa moderna. Artículo recogido en la obra editada por F. Bloch-Lainé & F. Perroux: La formación de decisiones en la empresa. Deusto. Bilbao, 1970.

MOORE, B.- Introducción a la teoría financiera. Amorrortu. Buenos Aires, 1975.

MOON, R.W.- Business and take-over bids: a study of the post-

war patterns of amalgamation and reconstruction of companies.- Gee & Co. Londres, 1968.

MOORE, S.- Crítica de la democracia capitalista. Siglo XXI Argentina Editores, S.A.- Argentina, 1972.

MOORE, W.E.- "The conduct of the corporation".- Random House Inc. New Yor, 1962.

MORA, M. & ECHEGARAY, J.- El impuesto sobre la renta y la inversión mobiliaria.- Monografía nº 2 editada por AGECO, S.A. Madrid

MOSSIN, J.- "Optimal multiperiod portfolio policies".- Journal of Business.- Vol. 41. Abril, 1968. pp. 215-229.

MOSSIN, J.- "Security pricing and investment criteria in comparative markets." American Economic Review. Vol. 54. Diciembre, 1969. pp. 749-756.

MOSSIN, J.- Theory of financial markets.- Prentice Hall. Englewood Cliffs. New Jersey, 1973.

MUELLER, D.- "A theory of conglomerate mergers". Quarterly Journal of Economics. Vol. 83. Noviembre, 1969. pp. 643-659.

MUELLER, D.C.-"A life cycle theory of the firm". Journal of Industrial Economics. Vol. XX, nº 3. Julio, 1972.

MUMEY, G.A.- Theory of financial structure.- Holt, Rinehart and Wiston, New York, 1969.

MUMFORD, L.- Technics and Civilization.- Harcourt, Brace, Jovanovich. New York, 1934.

MUÑOZ, J.- El poder de la banca en España. ZYX, S.A. Madrid, 1969

MUSGRAVE, R.A.- Teoría de la Hacienda Pública. Aguilar, 1968.

MYERS, S.- "A time state preference model of security valuation.- Journal of Financial and Quantitative Analysis.- Vol. 3. Marzo, 1968. pp. 1-34.

MYRDAL, G.- El Estado del futuro.- Fondo de cultura Económica. México, 1971.

NAYLOR, T.H. & VERNON, J.M.- "Microeconomics and decision models of the firm".- Harcourt, Brace and World. New York, 1969.

NARVER, J.E.- Conglomerate mergers and market competition.- University of California Press. Berkely, 1967.

NEUMANN, P. "La Administración reguladora de la economía". Escuela Nacional de Administración Pública. Imprenta B.O.E.

NEWCOMER, M.- "The big business executive". Columbia University Press. New York, 1955.

NICHOLS, T.- "Ownership, control and ideology". Allen & Unwin. Londres, 1969.

NIELSEN, J.F. & MELICHER, R.W.- A financial analysis of acquisitions and merger premiums.- Journal of Financial adn Quantitative Analysis, 8. Marzo, 1973. pp. 139-48.

NOURSE, E.G.- Price making in a democracy.- The Brookings Institution. Washington, 1944.

NUTTER, G.W.- "Growth by merger".-Journal of the American Statistical Association. Vol. 49. Nº 267. Septiembre, 1954.

ORGANIZACION DE COOPERACION Y DESARROLLO ECONOMICOS (OCDE) E INSTITUTO DE DESARROLLO ECONOMICO.- "El mercado de capitales en España".-

OSBORNE, D.K.- "On the goals of the firm".- Quarterly Journal of Economics. Noviembre, 1964.

OXENFELDT, A.R. (y otros).- Models of markets.- Columbia University Press. New York, 1963.

OXENFELDT, A.R,"Industrial Pricing and Market Practices".- Prentice Hall. Englewood Cliffs. New Jersey, 1951.

PAPANDREOU, A.G.- "Some basis problems in the theory of the firm" En: "A survey of contemporary economics", dirigido por B.F. HALEY Richard D. Irwing, Homewood, Ill., 1952. Vol. II.

PAPANDREOU , A.G.: El Capitalismo paternalista.- Alianza Editorial. Madrid, 1973.

PASHIGIAN, P.- Conscious parallelism and the kinky oligopoly demand curve.- American Economic Review. Mayo, 1967.

PATON, Willian A.- "Corporate profits." Richard D. Irwin. Homewood. Illinois, 1965.

PEGRUM, D.- Public regulation of business. Richard D. Irwin. Homewood. Illinois, 1959.

PELLETIER, A.- Concentración y reestructuración de empresas.- Publicaciones técnico mercantiles. Madrid, 1968.

PENROSE, E.- "Foreign investment and the growth of the firm".- Economic Journal. Volumen LXVI. Junio, 1956.

PENROSE, E.T.- "The theory of growth of the firm".- Basil Blackwell.- Oxford, 1959. Hay versión española: "Teoría del crecimiento de la empresa". Aguilar.- Madrid, 1962.

PENROSE, E.- "Limits to growth and size of firms." American Economic Review, Proceedings. Vol. 45. pp. 531-543.

PEREZ ESCOLAR, R.- La sociedad anónima europea.- Montecorvo. Madrid, 1972.

PEREZ DE HEREDIA, V.- Internacionalización de los mercados de capitales.- Contribución de las empresas multinacionales a su integración. Boletín de Estudios Económicos nº 90. Vol. XXVIII. Universidad Comercial de Deusto. Diciembre, 1973. pp. 867-85.

PERLO, V.- "The empire of high finance".- New York, 1957.

PERULLES BASSAS, J.J.- La empresa pública y su normativa. Ed. Boch. Barcelona, 1970.

PETERSON, D.E.- A quantitative framework for financial management".- Richard D. Irwin. Homewood, Ill., 1969.

PESTON, M.H.- "On the sales maximisation hypothesis".- Economica, Mayo, 1959.

PEUILANS, H.- Valoración de proyectos de inversión.- Deusto, -- Bilbao, 1967.

PHILIPPATOS, G.C.- Financial management: theory and techniques. Holden-Day Inc. San Francisco, 1973.

PHILIPS, Ch. F.- The economics of regulation. Richard D. Irwin. Homewood. Illinois, 1969.

PHILLIPS, A. & WILLIAMSON, O.E. (eds).- "Prices: issues in theo practice and public policy".- Oxford University Press, 1969.

PIGOU, A.C.- Socialism versus capitalism. MacMillan, Londres, 1960. Hay versión española bajo el título: Socialismo y capitalismo comparados. Ariel. Barcelona, 1973.

PILCHER, C.J.- Raising capital with convertible securities.- Bureau of Business Research. University of Michigan. Ann Arbor, Mich. 1955.

PINCHES, G.E.- Financing with convertible preferred stock 1960-67.- Journal of Finance, 25. Marzo, 1970. pp. 53-63.

PONDY, L.R.- Effects of size, complexity and ownership on administrative intensity. Artículo que aparece en la obra editada - por STARBUCK. W.H.: Organizational growth and development.

PORTERFIELD, J.- "Investment decisions and capital costs.-" Prentice Hall - Englewood Cliffs. New Jersey, 1965. Edición español de Herrero Hermanos y Sucesores S.A. México.

POZZOLI, C. (varios autores).- Capital monopolista y sociedad - autoritaria.- Fontanella, S.A. Barcelona, 1973.

PRIETO PEREZ, E.- "Instituciones financieras y financiación de la empresa española". SEGUROS. Revista del Sindicato Nacional - del Seguro. Nº 48. Octubre-Diciembre, 1973. pp. 345-352.

PRIETO PEREZ, E.- "Teoría de la inversión".- Madrid, 1973.

PRIETO PEREZ, E.- "Las ampliaciones de capital y sus repercusiones en el precio bursátil".- Boletín de Estudios Económicos. Universidad Comercial de Deusto. Vol. XXIX. Nº 91. Abril, 1974. pp 13-32.

PYE, G.- "Present values for imperfect capital markets".- Journal of Business.- Vol. 39. Enero, 1966.

QUANDT, R.E. & MALKIEL, B.G. & BAUMOL, W.J.- La valoración de obligaciones convertibles.- Trabajo aparecido en la obra editada por - F.J. Weston & D.H. Woods: Teoría de la financiación de la empresa.- Gustavo Gili S.A. Barcelona, 1970.

QUINTAS, J.R.- La empresa socialista: una aproximación económica.- Escuela Nacional de Administración Pública.- Madrid, 1971.

RADICE, H.K.- Control type. Profitability and growth in large firms: An empirical study.- Economic Journal. Septiembre, 1971.

RAIFFA, H.- Decision analysis.- Addison - Wesley Publisning Co. -- Reading, Mass. 1968.

RAMOS CERVERO, R.- Gestion y control en la empresa soviética.- -- ICE. Madrid, 1973.

RAVEL, R. - El crecimiento de la empresa.- Guadiana.- Madrid, 1972

REID, S. R.- Mergers, managers and the economy.- McGraw Hill. New York, 1968.

REDDAWAY, W.B.- An analysis of take-overs.- Lloyds Bank Review.- Abril, 1972.

RICARDO, D.- Principios de economía política y tributación. Ed. -- Ayuso. Madrid, 1973.

RICCI, R.- Políticas de financiación empresarial.- Biblioteca Fi-- nanciera del Banco Occidental. ICE. Madrid, 1974.

ROBERTS, D.- Executive compensation.- The Free Press of Glencoe.- New York, 1959.

ROBICHEK, A.A.- Risk and the value of securities.- Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol 4. Diciembre, 1969 pp. 513-38

ROBICHEK, A. (varios autores).- Investigaciones y decisiones financieras y administrativas.- Limusa-Wiley, S.A.- México, 1970.

ROBICHEK, A. & McDONALD, J.- The cost of capital concept: potencial use and misuse.- Financial Executive. Vol. 33.- Junio 1965, pp. 2-8

ROBICHEK, A. & Mc DONALD, J.- Financial Management in trasition.- Long Range Planning Service Report Nº 268.- Stanford Research Institute. Menlo Park, 1966.

ROBICHEK, A. & MYERS, S.- Optimal financial decisions.- Prentice Hall, 1965. Englewood Cliffs, New Jersey. Edición española de Herrero Hermanos S.A.- México, 1968 bajo el título: Decisiones Optimal Financieras.-

ROBICHEK, A.& MYERS, S.- Valuation of the firm: effects of uncertainty in a market context.- Journal of Finance.- Vol. 21.- Mayo, 1966. pp. 215-227.

ROBICHEK, A. & MYERS, S.- Problems in the theory of optimal capital structure.- Journal of Financial and Cuantitative Analysis.-- Vol. 1.- Junio 1966. pp. 1-35.

ROBICHEK, A. & TEICHROEW, D. & JONES, J.- Optimal short-term financial decision.- Management Science XII.- Septiembre, 1965.- pp. -- 1-36).

ROBINSON, Joan.- The economics of imperfect competition. Mac Millan Press.- Londres, 1934. Hay traducción española bajo el nombre: Economía de la competencia imperfecta. Ediciones Martínez Roca, S.A. Barcelona, 1973.

ROBINSON, Joan.- Economía de mercado versus economía planificada. Ediciones Martínez Roca, S.A. Barcelona, 1973.

ROBINSON, E.A.G. La dimensión óptima de la empresa.- El Ateneo.- Buenos Aires, 1957.

ROBINSON, R.D.- International business management.- Holt, Rinehart & Winston. New York, 1973.

ROBINSON, R.J.- Money and capital markets. Holt, Rinehart & Wins-- ton. New York, 1964.

ROBSON, W.A.- Industria nacionalizada y propiedad publica. Tecnos. Madrid, 1964.

RODRIGUEZ SASTRE, A.- La oferta pública de adquisición de valores (OPA).- Revista Española de Financiación y Contabilidad. Enero-Marzo, 1975.

ROMERO, Carlos.- Un modelo de financiación para una política de expansión de la empresa.- Boletín de Estudios Económicos de la Universidad Comercial de Deusto, nº 90. Vol XXVIII. Diciembre, 1973. pp. 679-687.

ROSE, J.- The cost of capital, corporation finance and the theory of investment: comment. American Economic Review. Vol. 49 (1959) pp. 638 y sgts.

ROSE, H.B. & NEWBOULD, G.D.- The 1967 take-over boom.-Moorgate and Wall Street. Otoño, 1967.

ROSENBERG, R.- Profit constrained revenue maximisation: note.- -- American Economic Review.- Marzo, 1971.

ROSENFELD, F.- Análisis de valores mobiliarios.- Ed. Hispano Europea. Barcelona, 1967.

ROSS, I.C. & ZANDER, A.- Satisfacción de necesidades y rotación - del personal. Artículo incluido en la obra editada por V.H. Vroom & E.L. Deci: Management and motivation.- Penguin. Harmondsworth, 1972.

ROTHSCHILD, K.W.- Price theory and oligopoly. Trabajo recogido en la obra editada por G. Stigler & K. Boulding: Readings in price - theory. Richard D. Irving.- Homewood. Illinois, 1952.

ROWLEY, C.K.- Antitrust and economic efficiency.- Macmillan Studies in economics. Londres, 1973.

RUFFOLO, G.- La gran empresa en la sociedad moderna.- Hispano Europea.- Barcelona, 1973.

SAINZ FUERTES, A.- Introducción al análisis de sistemas empresariales. Revista Española de Financiación y Contabilidad nº 7.- Enero-Marzo, 1974. pp. 93-103.

SAMETZ, A.- "Trends in the volume and composition of equity finance.- Journal of Finance. Vol. 19. Septiembre, 1964. pp. 450-469.

SAMPEDRO, J.L.- Las fuerzas económicas de nuestro tiempo. Guadarrama. Madrid, 1967.

SAMUELS, J.M. & SMYTH, D.J.- Profits, variability of profits and firm size.- Economica. Mayo, 1968.

SAMUELS, J.M. (editor).- "Readings on mergers and take-overs". Paul Elek. Londres, 1972.

SAMUELSON, P.A.- "Foundations of economic analysis",- Harvard University Press. Cambridge, Mass., 1948.

SAMUELSON, P.A.- Rational theory of warrant pricing.- Industrial management review nº 6. Primavera, 1965.

SANCHEZ REAL, A.- Profitabilidad del mercado de valores en relación con los fondos de inversión.- Monografía nº 1, editada por -- AGECO, S.A. Madrid.

SANCHEZ REAL, A.- "Las ampliaciones de capital. Su eficacia como criterio de inversión. Monografía nº 6 editada por AGECO S.A. Madrid.

SANCHEZ REAL, A.- Las emisiones de obligaciones del sector eléctico. Análisis de los efectos de su convertibilidad en la situación de las empresas. Monografía nº 7 editada por AGECO S.A. Madrid.

SANDMEYER, R.L. "Baumol's sales maximisation model".- American Economic Review. Diciembre, 1964.

SARGANT FLORENCE, P.- The logic of industrial organization. Paul Kegan, Trench Trutner and Co. Londres, 1933.

SARGANT FLORENCE, P.- "Ownership, control and success of large - companies".- Sweet & Maxwell. Londres, 1961.

SAXTON C.C.- The economics of price determination.- Oxford University Press. 1942

SAYERS, R.S.- "La banca moderna".- Fondo de Cultura Económica. México, 1963. (4ª edición).

SCITOVSKY, T.- "A note on profit maximization and its implications".- Readings in price theory.- Richard D. Irwin, Inc. Homewood, Ill., 1952.

SCHALL, L.- "Firm financial structure and investment. Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol. 6. Junio, 1971. pp. 925-942.

SCHALL, L.- "Asset valuation, firm investment and firm diversification".- Journal of Business. Vol. 45. Enero, 1972. pp. 11-28

SCHARF, Ch.A.- Techniques for buying, selling and merging business.- Prentice Hall- Englewood Cliffs. New Jersey, 1964.

SCHLAIFER, R.- "Analysis of decisions under uncertainty".- McGraw-Hill. New York, 1969.

SCHUCKETT, D.H. & BROWN, H.J.& MOCK, E.J.- Financing for growth. American Management Association. New York, 1971.

SCHUMPETER, J.A.- Capitalismo, Socialismo y Democracia. Aguilar, Madrid, 1971. (1ª reimpresión).

SCHWARTZ, E.- "Theory of the capital structure of the firm".- Journal of Finance 14. Marzo, 1959. pp. 18-39. Reproducido en VANHORNE, J.- "Foundations for financial management". Richard D. Irwin. Homewood, Illinois, 1966,

SCHWARTZ, E.- "Note on a theory of firm growth".- Journal of - Business. Vol. 38, nº 1. 1965. pp. 29-33.

SCHWARTZ, E & ARONSON, R.- "Some surrogate evidence in support of the concept of optimal financial structure".- Journal of Finance. Vol. 22. Marzo, 1967. pp. 10-18.

SEGALL, J. & ALBERTS, W.- "Managerial problems of growth".- The Free Press of Glencoe. New York.

SERVAN-SCHREIBER, J.J.- El desafío americano.- Plaza y Janés. Barcelona. 1967.

SERVICIO DE ESTUDIOS DEL BANCO URQUIJO.- El tamaño de la empresa referido a Cataluña. Ariel. Barcelona, 1964.

SHARPE, W.F.- "A simplified model for portfolio analysis".- Management Science. Vol. 9. nº 2. Enero, 1963.

SHARPE, W.- "Capital asset prices: a theory of market equilibriu under conditions of risk". Journal of Finance Vol. 19.- Septiembre, 1964. pp. 425-442. Aparece en ARCHER & D'AMBROSIO.- "The -- theory of business finance".

SHARPE, W.- "Portfolio theory and capital markets". McGraw Hill New York, 1970.

SHELTON, J.P.- The relation of the price of a warrant to the - price of its associated stock. Financial analysts Journal nº 23. Mayo-Junio-Julio-Agosto, 1967.

SHELTON, J.P.- "Allocative efficiency vs. X- efficiency: comment American Economic Review.- Diciembre, 1967,-

SHEN, T.Y.- "Economies of scales, expansion path and growth of plants".- Review of Economics and Statistics. Vol. 47, nº 4,1965 pp. 420-28.

SHEPHERD, W.G.- "On sales maximising and oligopoly behaviour.- Economica, 1962.

SILVER, M.- "Managerial discretion and profit maximising behavio Some further comments.- Journal of Industrial Economics. Abril, 1967.

SIMON, H.A.- "Administrative behavior". MacMillan. New York,1947

SIMON, H.A.- "A behavioural model of rational choice".- Quarterly Journal of Economics.- Vol. LXIX. Febrero, 1952. pp. 99-118.

SIMON, H.A.- "Models of Man".- John Wiley & Sons. New York, 1957

SIMON, H.A. "The compensation of executives".- Sociometry. Marzo, 1957.

SIMON, H.A.- Theories of decision making in economics and behavioural science.- American Economic Review. Junio 1959 pp. 253-283. -- Reeditado en CLARKSON, G.P.E.- Managerial Economics.- Penguin - - Books.- Harmondsworth, 1968.

SIMON, H.A.- New developments in the theory of the firm.- American Economic Review. Vol. LII, Mayo, 1962.

SIMON, H.A.- On the concept of organizational goal.- Administrative Science Quarterly. Vol. 9, nº 1.- Junio 1.964. pp. 1-22. Aparece reproducido en la obra editada por H.I. Ansoff: Business strategy. Penguin books. Hardmondsworth, 1971. pp. 240-261.

SIMON, H.A.- Administrative behaviour. Artículo aparecido en la - obra editada por V.N. Vroom & E.I. Deci: Management and motivation Penguin books. Harmondsworth, 1972. pp. 23-26.

SIMON, J.L.- A further test of the kinky oligopoly demand curve. American Economic Review. Diciembre 1969.

SINGH, A.- Take-overs. Cambridge University Press, 1971.

SINGH, A. & WHITTINGTON, G.- Growth, profitability and valuation. Cambridge University Press, 1968.

SLOANE, W.R. & REISMAN, A.- Stock evaluation theory: classification. reconciliation and general model. Journal of Financial and Quantitative Analisys. Vol. 3. Junio, 1968. pp. 451-71.

SMALTER, D.J. & LANCEY, R.C.- P/E analysis in acquisition strategy. Harvard Business Review, 44. Noviembre-Diciembre, 1966. pp. 85-95.

SMITH, V.L.- Corporate financial theory under uncertainty.- Quarterly Journal of Economics. Vol. 84, nº 3. Agosto, 1970. pp. 451-71.

SMYTH, D.J.- Sales maximization and managerial effort: Note.- American Economic Review. Septiembre, 1969.

SOLOMON, E.- Measuring a company's cost of capital.- Journal of Business. Vol. 28. Octubre, 1955. pp. 240-252.

SOLOMON, E.- The theory of corporate capital.- The Free Press of Glencoe. New York, 1959.

SOLOMON, E.- The management of corporate capital.- University of Chicago Press.- Chicago, 1959.

SOLOMON, E.- Leverage and the cost of capital.- Journal of Finance. Vol. 17.- Mayo 1963. pp. 273-79. Aparece reproducido en Archer & D'Ambrosio y en Van Horne, J.: "Foundation for financial management."

SOLOMON, E.- The theory of financial management. Columbia University Press. New York, 1963.

SOLOW, R.M.- Some implications of alternative criteria for the -- firm. Trabajo incluído en la obra editada por R. Marris & A. Wood: The Corporate economy.- The Macmillan Press Ltd. Londres, 1973.

SPECHER, C.R.- A note on financing mergers with convertible preferred stock.- Journal of Finance, 26. Junio, 1971 pp. 603-06.

SPRANZI, A.- Amortización y Autofinanciación.- Boletín de Estudios Económicos Universidad de Deusto nº 26. Diciembre, 1973. pp. 647-78.

SRAFFA, P.- The laws of returns under competitive conditions.- Economic Journal. Diciembre, 1926.

STACEY, N.- Mergers in modern business.- Hutchinson. Londres 1970

STAPLETON, R.- Portfolio analysis, stock valuation and capital -- budgeting decision rules for risky projects.- Journal of Finance Vol. 26.- Marzo, 1971. pp. 95-117.

STARBUCK, W.H.- Organizational growth and development. Penguin -- Books. Harmondsworth, 1971.

STARR, M.K.- Las decisiones de los empresarios. Trabajo incluido en la obra dirigida por F. Bloch-Lainé & J. Perroux: La formación de decisiones en la empresa. Deusto. Bilbao, 1970.

STASSENS, H.- Conception et méthodologie des fusions et des absorptions d'entreprises.- SOCA, Bruxelles, 1968.

STEIN, J.L. & BORTS, G.H.- Behaviour of the firm under regulatory constraint. American Economic Review.- Diciembre, 1972.

STEINDL J.- Random processes and the growth of firms.- Griffin and Charles Griffin, 1965.

STEVENSON, H.W.- Common stock financing.- University of Michigan. Ann Arbor, Michigan 1957.

STEVENSON, R.A. & LAVELY, J.- Why a bond warrant issue.- Financial executive nº 38. Junio, 197[illegible] pp. [illegible]-71.

STIGLER, G. & BOULDING, K.- Readings in price theory.- Richard D. Irwin. Homewood. Illinois 1952. Versión española bajo el título: Ensayos sobre teoría de los precios. Aguilar. Madrid, 1963.

STIGLER, G.- Imperfections in the capital markets.- Journal of Political Economy. Vol. 74.- Junio, 1967. pp. 2[illegible]7-292.

SWEEZY, P.M.- The kinky oligopoly demand curve and rigid prices. Incluído en la obra editada por Archibald, G.C.: The theory of the firm. Penguin. Harmondsworth, 1971.

STIGLITZ, J.E.- A re-examination of the Modigliani-Miller theorem.- American Economic Review.- Vol. 59.- Diciembre, 1969. pp. 784-793.

STRACHEY, J.- El capitalismo contemporáneo.- Fondo de Cultura Económica. México, 1960.

STUART MILL, J.- Principles of political economy. Versión española bajo el título: Principios de economía política, Fondo de Cultura Económica. México, 1943.

SUAREZ, A.S.- Nuevas tendencias de [illegible] en una economía de mercado.- ESIC-MARKET, nº 11.- Junio-Diciembre, 1973. pp. 221-234

SUAREZ SUAREZ, A.S.- Aplicaciones económicas de la programación lineal.- Guadiana.- Madrid, 1970.

SUAREZ SUAREZ, A.S.- La estructura financiera óptima de la firma y la tasa de retorno requerida. Economía Política. pp. 7-63.

SWEEZY, P.M.- Demand under conditions of oligopoly.- Journal of Political Economy. Agosto, 1939.

SWEEZY, P.M.- El presente como historia. Ensayos sobre capitalismo y socialismo.- Tecnos. Madrid, 1966.

SWEEZY, P.M.- Teoría del desarrollo capitalista.- Fondo de Cultura Económica. México, 1972. (5ª Edición).

SWEEZY, P., DOBB, M. y otros.- La transición del feudalismo al capitalismo.- Ciencia Nueva. Madrid, 1968.

SWEEZY, P.M., MAGDOFF, H. & BARAN, P.A.- Paul A. Baran. El hombre y su obra.- Siglo XXI de Editores. Madrid 1971.

SWEEZY, P.M. & MAGDOFF, H.- Dinámica del capitalismo norteamericano.- Ed. Nuestro Tiempo. México, 1972.

SYLOS-LABINI, P.- Oligopoly and technical progress.- Harvard University Press. Cambridge. Mass, 1962.

TAMAMES, R.- La lucha contra los monopolios, Tecnos. Madrid, - - 1965.

TAMAMES, R. Los monopolios en España. ZYX. Madrid, 1967.

TAMAMES, R.- Una nueva estrategia para las empresas públicas.- Artículo recogido en la obra: La empresa pública en España (varios autores). Instituto de Estudios Fiscales. Madrid, 1972.

TAMAMES, R.- Estructura económica internacional. Alianza Editorial. Madrid, 1974.

THIERAUF, R. & GROSSE, R.- Decision making through operations re-

search.- John Wiley & Sons. New York, 1970.

TILLES, S. Making strategy explicit.-Incluído en la obra de H.I. Ansoff: Business strategy.- Penguin. Harrondsworth, 1969.

TOBAR, J.M.- El crédito y los bancos.- Deusto. Bilbao, 1966.

TOMKINS, C.- Financial planning in divisionalized companies.- Haymarket. Londres, 1973.

TOURAINE, A.- Racionalidad y política en la empresa. Artículo incluido en la obra editada por F. Bloch-Lainé & F. Perroux: La empresa y la economía del siglo XX. Tomo 2. Deusto. Bilbao, 1970.

TRIAS FARGAS, R.(y otros autores).- Las fuentes de financiación de la empresa española.- Moneda y Crédito. Madrid, 1968.

TRIAS FARGAS, R.- El sistema financiero español.- Ariel. Barcelona, 1970.

TRIFFIN, R.- Monopolistic competition and general equilibrium theory.- Norward University Press.- Cambridge, 1941.

TUGENDHAT, C.- Las empresas multinacionales.- Alianza.- Madrid, 1971.

TURVEY, R.- Empresa pública.-Tecnos. Madrid.

TUTTLE, D. & LITZENBERGER, R.- Leverage, diversification and capital market effects on a risk adjusted capital budgeting framework. Journal of Finance. Vol. 23.- Junio 1968.- pp. 427-443.

.../...

URQUIJO, J.L. (otros autores).- Planificación financiera de la e
presa.- Deusto.- Bilbao, 1968.
VADJA, S.- Mathematical programming.- Addison - Wesley Publishin
Co. Reading. Mass. 1961.
VALLE, V.- Impuesto sobre la renta de sociedades: Análisis de su
incidencia. Ed. Instituto de Desarrollo Economico. Madrid, 1970.
VAN DERMEULEN, D.- El análisis lineal en la teoría económica.- -
Prentice Hall Internacional. Ediciones del Castillo. Madrid, 197
VAN HORNE, J.- A linear-programming approach to evaluating restr
tions under a bond indenture or loan agreement.- Journal of Fina
cial and Quantitative Analysis. Junio, 1966.- Vol. I pp. 68-83.-
Aparece reproducido en: Weston, J. & Woods, D.- Teoría de la fin
ciación de la empresa. Ed. Gustavo Gili S.A.- Barcelona, 1970.
VAN HORNE, J.C.- Warrant valuation in relation to volatility and
opportunity costs.- Industrial Management Review nº 10. Primaver
1969.- pp. 19-32.
VAN HORNE, J.C.- Fundamentals of financial management.- Prentice
Hall. Englewood Cliffs. New Jersey, 1974. (2ª edición).
VARELA PARACHE, F.- Eurodólares. Guadiana de Publicaciones. Madr
1969.
VATTEVILLE, E.- Introduction à l'analyse financière de la croiss
ce de la firme.- Cujas. París, 1972.
VEBLEN, Th.- Teoría de la empresa de negocios.- Editorial Univer
taria de Buenos Aires. Buenos Aires, 1965.
VEBLEN, Th.- Teoría de la clase ociosa.- Fondo de Cultura Económ
ca. México, 1966 (4ª edición)
VELARDE, J.- Conexiones entre nobleza de sangre y capitalismo en
España.- Mundo Social nº 135. Julio-Agosto, 1966.
VICKERS, D.- The theory of the firm: productions, capital and f
nance.- Mc Graw Hill.- New York, 1968.

VICKERS, D.- The cost of capital and the structure of the firm.- Journal of Finance.- Vol. 25.- Marzo, 1970. pp. 35-46.

VIDAL VILLA, J.Mª.- Iniciación a la economía marxista. Ed. Laia. Barcelona, 1973.

VILAR, P. (varios autores)- Estudios sobre el nacimiento y desarrollo del capitalismo. Editorial Ayuso. Madrid, 1971.

VILLALBA, D.- Programación por objetivos. Revista Española de Financiación y Contabilidad nº8. Abril-Junio, 1974. pp. 371-86

VILLAR MIR, J.M.- Análisis dimensional del sector siderúrgico. Boletín de Estudios Económicos de la Universidad Comercial de Deusto Vol. XXVIII nº 87. Diciembre, 1972.

VILLAR SARRAILLET: Teoría Económica IV.- Facultad de Ciencias Políticas Económicas y Comerciales. Madrid. Curso 1969-70.

VILLAREJO, D.- Stock ownership and the control of corporations.- New University Thought. Chicago, 1961-62.

VILLAZON, C, BARBE, L. & SANOU, L.- Estructura financiera y valoración de empresas. Editorial Moneda y Crédito. Madrid, 1971.

VON NEUMANN, J. & MORGENSTERN, O.- Theory of games and economic -- behavior.- Princeton University Press. New Jersey, 1947.

VROOM, V.H. & DECI, E.L. (varios autores).- Management and motivation.- Penguin Books. Harmondsworth, 1970.

WALLINGFORD, B.A.- An intertemporal approach to the optimization of dividend policy with predetermined investments.- Journal of Finance. Vol. 27. Junio, 1972. pp. 627-35.

WALTER, J.- The use of borrowed funds.- Journal of Business nº 28 Abril, 1955. pp. 138-147.

WALTER, J.- Dividend policies and common stock prices. Journal of Finance. Marzo, 1956. pp. 29-41.

WALTER, J.- Dividend policy: its influence on the value of the enterprise.- Journal of Finance XVII.- Mayo, 1963. pp. 280-291.

WALTER, J.- Dividend policy and enterprise valuation.- Wadsworth Publishing Co.- Belmont, California, 1967.

WANTY, J. & FEDERWISCH, J.- Modèles globaux d'économie d'entreprise.- Dunod, 1969.

WANTY, J; HALBERTHAL, I.- La strategie d'entreprise à long terme.- Dunod. París, 1971.

WATERMAN, M., EITEMAN, W. (y otros).- Essays on Business Finance.- Marterco Press.- Ann Arbor, 1957

WAVERMAN, L.- Comment on sales revenue maximization.- Journal of Industrial Economics.- Noviembre 1968.

WEBER, M.- Economía y Sociedad.- Fondo de Cultura Económica.- México, 1944.

WEBER, M.- The protestant ethic and the spirit of capitalism. Londres, 1930 (hay versión en castellano de Ediciones Península.- Madrid, 1970)

WEIL, R.L. & SEGALL, J.E. & GREEN D.- Premiums on convertible - — bonds: Journal of Finance. Vol. 23. Junio, 1968 pp. 445-63.

WENDT, P.- Current growth stock valuation methods: Financial Analyts Journal. Vol. 21 nº 2.- Marzo-Abril, 1965. pp. 90-103.

WESTON, J.F.- A generalized uncertainty theory of profit.- American Economic Review.- Marzo, 1950. pp. 51-55

WESTON, J.F.- The role of mergers in the growth of large firm.- - University of California Press. Berkeley, 1953.

WESTON, J.F.- Una verificación de las proposiciones sobre el coste del capital.- S.E.J., 1963. Reproducido en Weston & Wods: Teoría de la financiación de la empresa.

WESTON, J. F.- The scope and methodology of finance.- Prentice — Hall. Englewood Cliffs.- New Jersey,1965.

WESTON, J.F.- Horizonte y metodología de las finanzas. Herrero Hermanos. Sucesores, S.ª.- México, 1972.

WESTON, J.F.: La valeur de l'enterprise et sa relation avec la gestion financiére. Trabajo incluído en la obra editada por A.Robichek :Recherche financiére et décisions de gestion.- Enterprise moderne d'edition. Paris, 1969.

WESTON, J. & BRIGHAM, E.- Managerial finance.- Halt,Rinehart & --- Winston. Nex York, 1966.

WESTON, J.F. & WOODS, D.H.- Teoría de la financiación de la empresa. Gustavo Gili S.ª.- Barcelona, 1970.

WHITE, C.M.- Objectifs multiples de l'entreprise.- Trabajo incluidc en la obra editada por K. Boulding & W. Spivey: La programmation - lineaire et la theorie de l'entreprise. Dunod. París, 1964.

WHITMORE, G.A.- Market demand curve for common stock and the maximization of market value.- Journal of Financial and Quantitative - Analysis. Vol. 5.- Marzo, 1970 pp. 105-14

WHITTINGTON, G.- The profitability of retained earnings.- Review of Economics and Statistics. Mayo, 1972

WILCOX, Clair.- Public policies toward business. Richard D. Irwin. Homenwood. Illinois, 1966 (3ª edicion)

WILDSMITH, J.R.- Managerial theories of the firm.- Martin Robertson Co. Londres, 1973.

WILES, P.J.- Price, cost and output.- Oxford University Press, -- 1956.

WILIAMS, J.- The theory of investment value. Harvard University - Press. Cambridge, 1938.

WILLIAMSON, J.- Profit,growth and sales maximization. Economica. Vol. 33, nº 129. Febrero 1966. pp. 1-16

WILLIAMSON, O.E.- Irrational behavior in economic theory.- Journal of Political Ecomomic, 1962.

WILLIAMSON, O.E.- Managerial dicretion and business behaviour.- pp. 1032-1057.- American Economic Review. Vol. 53 Diciembre 1963.

WILLIAMSON, O.E.- The economics of discretionary behavior: managerial objectives in a theory of the firm.- Prentice Hall. Englewood Cliffs. New Jersey, 1964. Existe edición por Markham. Chicago, - 1967.

WILLIAMSON, O.E.- Corporate control and business behaviour.- Prentice-Hall.- Englewood Cliffs.- New Jersey, 1964.

WILLIAMSON, O. E.- Un modelo de comportamiento racional en la administración de empresas. Incluido en la obra de R. M. Cyert & S.G. March: Teoría de las decisiones económicas de la empresa. Herrero Hermanos Sucesores, S.A. México, 1965.

WILLIAMSON, O.E.- Economics as an antitrust defense.- American Economic Review. Marzo, 1968.

WILLIAMSON, O.E.- A dynamic stochastic theory of managerial behavior. Incluido en la obra editada por Phillips, A. & Williamson, O.E.: Prices: issues in theory, practice and public policy.- Oxford University Press, 1969.

WILLIAMSON, O.E.- Corporate control and business behavior.- Prentice Hall. Englewood Cliffs. New Jersey, 1970.

WILLIAMSON, O.E.- Managerial discretion, organization form and the multidivision hipothesis. Incluído en la obra editada por R. Marris & A. Woods: The corporate economy. The Macmillan Press. Londres, 1973.

WINTER, S.G.: Economic "natural selection" and the theory of the firm.- Yale Economic Essays. Primavera, 1964.

WIPPERN, R.F.- Financial structure and the value of the firm.- Journal of Finance. Vol. 20 Diciembre, 1966. pp. 615-634.

WORCESTER, D.A.- Why dominant firms decline.- Journal of Political Economy.- Agosto, 1957.

WRIGHT MILLS, C.- Las clases medias en Norteamérica (White Collar) Aguilar. Madrid, 1957

WRIGHT MILLS, C.- The power elite.- Oxford University Press, 1959 Hay traducción española bajo el titulo: La élite del poder. Fondo de Cultura Económica. Méjico-Buenos Aires, 1973.

Y-K. Ng & PARISH, R.- Monopoly, X - efficiency and the measurement of economic loss.- Economica. Agosto, 1972.

YOUNG, R.B.- Keys to corporate growth. Harvard Business Review.- Vol. 39 nº 6 Noviembre-Diciembre, 1961

YUANG LIWU & CHING-WEN KUANG.- Comparación analítica y gráfica del análisis marginalista y de la programación matemática en la teoría de la empresa. Incluido en la obra editada por Boulding & Spivey: La programmation lineaire et la theorie de l'enterprise.- Dunod. París, 1964.

ZAJAC, E.E.- A geometric treatment of Averch - Johnson's behavior of the firm model. American Economic Review. Marzo, 1970