

Análisis de relevancia valorativa de las obligaciones negociables en Pymes cotizadas

2017

Autores

Sader, G. y Tissera, P. M. y Belfanti, M. P.

Institucional de la

CITA SUGERIDA

Sader, G.; Tissera, P. M. y Belfanti, M. P. (2017). Análisis de relevancia valorativa de las obligaciones negociables en Pymes cotizadas. Congreso de Administración del Centro de la República. Villa María Universidad Nacional de Villa María



VI CONGRESO DE ADMINISTRACIÓN DEL CENTRO DE LA REPÚBLICA

**III ENCUENTRO INTERNACIONAL DE ADMINISTRACIÓN DEL CENTRO DE LA
REPÚBLICA**

II CONGRESO DE CIENCIAS ECONÓMICAS DEL CENTRO DE LA REPÚBLICA

**“FORJANDO CAPACIDADES ORGANIZACIONALES PARA LA
COMPETITIVIDAD GLOBAL”**

VILLA MARÍA - ARGENTINA – 18, 19 y 20 DE OCTUBRE DE 2017

**“ANÁLISIS DE RELEVANCIA VALORATIVA DE LAS
OBLIGACIONES NEGOCIABLES EN PYMES COTIZADAS”**

AUTORES

**SADER, GUSTAVO
TISSERA, PABLO MARTÍN
BELFANTI, MARÍA PÍA**

“ANÁLISIS DE RELEVANCIA VALORATIVA DE LAS OBLIGACIONES NEGOCIABLES EN PYMES COTIZADAS”

PALABRAS CLAVES

RELEVANCIA VALORATIVA – OBLIGACIONES NEGOCIABLES – PYMES.

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo se enmarca dentro de las investigaciones realizadas en el Proyecto de Investigación, período 2016-2017 titulado: “El capital intelectual y los intangibles reconocidos y no reconocidos por la contabilidad financiera: análisis normativo y de relevancia valorativa”, aprobado por el Instituto de Investigación de la Universidad Nacional de Villa María, dentro del Programa Nacional de Incentivos.

En este trabajo se propone un punto de partida para analizar cómo influye el precio de las Obligaciones Negociables en el precio de las acciones de las pymes que cotizan en un mercado de valores, a partir de un modelo basado en Ohlson (1995), a replicar empíricamente en las pymes cotizadas en el mercado de valores argentino.

DESARROLLO

UTILIDAD DE LAS OBLIGACIONES NEGOCIABLES (ON)

Las ON, son títulos de deuda privada emitidos por una empresa, que generan un derecho a crédito al titular portador de la obligación. El inversor que adquiere este título se constituye como obligacionista o acreedor de la empresa, con derecho a que le restituyan el capital más los intereses convenidos en un período de tiempo determinado.

Quienes pueden emitirlas son aquellos que estén comprendidos en el artículo 1° de la Ley de Obligaciones Negociables N° 23.576, es decir, las sociedades por acciones, las

cooperativas, asociaciones civiles constituidas en el país, y las sucursales de las sociedades por acciones constituidas en el extranjero en los términos del artículo 118 de la Ley de Sociedades Comerciales N° 19.550.

Las Obligaciones Negociables son un instrumento de financiamiento que al contar con autorización de oferta pública se convierten en una operación de ahorro público, tienen acceso a un amplio número de inversores, lo que obedece al carácter de oferta pública que tienen los títulos valores negociables en el mercado de capitales. A diferencia de las acciones, las obligaciones negociables son instrumentos de renta fija, ya que tienen un cronograma de pagos predefinido. Llegado el vencimiento de la obligación, la empresa cumple sus compromisos y el obligacionista deja de ser su acreedor.

La decisión de la empresa emisora de acudir al mercado de capitales para financiarse va a depender de la estrategia de cada empresa. Generalmente se acude a las Obligaciones Negociables por el beneficio que este tipo de instrumento financiero puede otorgar respecto a otro financiamiento de capital propio y porque en ciertas circunstancias se otorgan beneficios impositivos al utilizar esta herramienta.

OBLIGACIONES NEGOCIABLES EN PYMES COTIZADAS. VENTAJAS

Las pequeñas y medianas empresas pueden emitir estos valores negociables bajo un régimen simplificado de oferta pública. Este sistema fue creado para que las pymes accedan al financiamiento necesario para el desarrollo de sus actividades y proyectos, ya sea para la realización de inversiones o el refinanciamiento de deudas. Muchas empresas recurren a estos bonos para ampliar capital, mejorar tecnología o implementar proyectos de investigación. El monto máximo de una emisión de Obligación Negociable Pyme no puede superar, en la actualidad, \$15.000.000 (quince millones de pesos) por empresa.

Las ventajas de su emisión son las siguientes:

- Generan un menor costo financiero total respecto de otras alternativas de financiación disponibles.
- Quienes se financian con Obligaciones Negociables tienen acceso a una gran cartera de inversores.
- Otorgan disponibilidad de un canal de financiación, incluso en momentos difíciles.
- Implican una financiación transparente en el que se conoce claramente los componentes esenciales; por ejemplo, la tasa final de una emisión de deuda, la posibilidad de estructurar la emisión en función del flujo de fondos y demás necesidades de la empresa.
- Generan acceso a nuevos clientes, proveedores y otras fuentes de financiación, como los bancos, que trae como consecuencia la exposición que adquiere la empresa al participar del mercado de capitales.

LOS ESTUDIOS DE RELEVANCIA VALORATIVA

Existen dos líneas de investigación contable en empresas que cotizan sus títulos en un mercado de valores:

- 1) Una de ellas es la enfocada a estudiar los factores determinantes que explican la política contable de las empresas, que se encuadra dentro de la investigación contable orientada hacia las organizaciones (*Accounting Choice Research*). En esta se analizan los factores determinantes o explicativos de una determinada variable, por ejemplo si es el tamaño, el nivel de endeudamiento, el sector de actividad o alguna otra característica de la empresa quien explica una determinada variable (v.g. la revelación de capital intelectual)
- 2) La segunda y en la cual nos centramos en el presente trabajo es la referida a la relevancia valorativa, que se enmarca dentro de la investigación contable

orientada hacia el mercado de capitales (*Market Based Accounting Research-MBAR*).

Los aportes de la teoría de las finanzas a través de la hipótesis de eficiencia de mercado y capital, fueron muy importante en el desarrollo de la investigación en contabilidad orientada hacia el mercado de capitales. De aquí surge la hipótesis de **eficiencia de mercado** la cual es una extensión de la teoría microeconómica en lo referente al comportamiento del mercado, dentro de esta teoría es Fama (1970, p.384) quien desarrolla el término de “**mercado eficiente**” estableciendo que en este tipo de mercados los precios reflejan toda la información disponible sobre ellos, no siendo posible superar los resultados del mercado excepto a través de la disposición de información privilegiada.

A mediados de la década del noventa surgen trabajos donde la perspectiva de valoración da una respuesta a los errores que se encontraron en el supuesto de mercado eficiente, lo que genera una ruptura con el objetivo de los trabajos anteriores, pues emplean la información contable para predecir el precio de los títulos, las desviaciones de los precios de los mismos con respecto a sus valores intrínsecos, justifican la utilización de la información contable para determinar dicho valor y de esta forma obtener rendimientos o rentabilidades anormales. De esta manera los precios son el reflejo de las expectativas de los inversores sobre el futuro de la empresa y resultan de interés los datos contables que se relacionan con ellos. Pero la selección de las variables contables a incorporar en los modelos se realiza de forma ad hoc y, siguiendo fundamentalmente la intuición del investigador, debido a la falta de un modelo teórico que justifique su selección.

Ohlson en 1995 establece un modelo que soluciona los problemas que con el paso del tiempo se fueron encontrando en los modelos anteriores. En este Modelo él establece un vínculo entre la información contable contemporánea y los resultados anormales futuros, ya que en el modelo se vincula el valor de las acciones con la información disponible. Para determinar el valor de una empresa, parte del valor de mercado en el momento actual que posean los títulos de una determinada entidad y de toda otra información contable

que se encuentre disponible, ya sea que la misma esté haciendo referencia a datos contables históricos como a datos futuros. Incorpora además al modelo un supuesto relativo, el cual consiste en la dinámica de la información lineal (*linear information dynamics*, LID), que establece el comportamiento en el tiempo de los resultados de una determinada empresa. Establece que la habilidad que posea cada empresa para generar beneficios por encima del resultado considerado como normal en un período, dependerá del resultado anormal del período anterior, como así también de otra información, esta última es aquella variable capaz de representar los efectos predecibles sobre los resultados anormales futuros en el presente. O sea que hablamos de información aun no contenida en los estados contables pero que sí será captada por los mismos en el futuro.

En este punto no sólo la variable del resultado anormal es la que resulta relevante, sino también toda otra información que sea útil para la predicción de los mismos.

A través del LID se introduce a los resultados anormales futuros esperados un proceso autorregresivo en el tiempo, contemplando el retardo de un período para el análisis de la variable otra información. Para que la LID resulte consistente con el modelo y responda a este proceso de autorregresión lineal, la misma requiere de dos factores de persistencia fijos. Uno de ellos hace referencia al **resultado anormal** y, el otro, tiene relación con la variable **otra información**. Ambos factores deben ser siempre no negativos e inferiores a uno, de tal manera de poder garantizar la convergencia en el cálculo del valor.

El aporte fundamental del modelo de Ohlson (1995) es que establece el nexo entre la información contable y el precio de los títulos, sin abandonar la hipótesis de eficiencia de mercado.

Si bien la utilización del modelo de Ohlson en las investigaciones contables, permitió analizar la relevancia valorativa de partidas contables específicas contenidas en los estados contables, en los estudios empíricos, se adapta el modelo de Ohlson (1995) con datos precisos, así el resultado del ejercicio toma un papel importante, reemplazando a

los resultados anormales. Entonces, el precio de un título en los modelos basados en Ohlson, se expresa de la siguiente forma:

$$Pon_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 bv_{it} + \alpha_2 x_{it} + \epsilon_t$$

Donde:

Pon_{it} precio de la Obligación Negociable en período/momento t

bv_{it} patrimonio neto (book value) de la empresa i en el período t

x_{it} resultado de la empresa i en el período t

ϵ margen de error

En donde se establece que el precio de las ON está en relación directa al Patrimonio Neto (PN) de la Empresa Emisora, el Resultado del Ejercicio (RE) y de otro tipo de información que está contenida en el término de error (E). El modelo que hemos planteado en el presente trabajo será replicado en investigaciones empíricas futuras en Pymes cotizadas en el mercado de valores argentino.

PALABRAS FINALES

Las Pymes que cotizan sus títulos en un mercado de valores y emiten Obligaciones Negociables cuentan con la ventaja de financiarse a un costo más económico que si lo hicieran con financiación privada.

En el proceso de medir la Relevancia Valorativa nos encontramos con un sinfín de investigaciones empíricas. Destacamos que fue Ohlson (1995) quien establece el modelo inicial quien luego fue adaptado por otros modelos basados en aquel.

Para medir la relevancia valorativa de las ON, podemos acudir al modelo planteado, permitiendo establecer la relación existente en el mercado de pymes cotizadas argentinas, entre el precio de las mismas y variables contables.

BIBLIOGRAFÍA

-Barth, M.E.; Beaver, W.H. & Landsman, W.R (2001). The relevance of value relevance research for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics*, #31(2001), pp.77-104.

-Bauman, M.P. (1996): "A review of fundamental analysis research in accounting", *Journal of Accounting Literature*, Vol. 15, pp. 1-33.

-Cooke, T. E. (1989). "Disclosure in the corporate annual reports of Swedish companies", *Accounting and Business Research*, July, pp. 533-541.

-Edvinsson, L. & Malone, M. S. (1997). *Intellectual Capital. Realizing your company's true value by findings its hidden brainpower*. Harper Collins Publishers.

Edwards E.,Bell P. (1961). *The Theory and Measurement of Business Income*. Berkeley: The University of California Press

-Fama, E. (1970). "Efficient capital markets: a review of theory and empirical works"; *Journal of Finance*, Vol.25, Nº 2; pp. 383-417.

-Fama, E. (1991). "Efficient capital markets II"; *Journal of Finance*, Vol.46, Nº 5; pp. 1575-1617.

-Feltham, G.A. & Ohlson, J.A. (1995). "Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, pp. 689-731.

-Ferraro, O., & Veltri, S. (2011). The value relevance of intellectual capital on the firm's market value: an empirical survey on the Italian listed firms. *International Journal of Knowledge-Based Development*, 2(1), 66-84.

-Giner, B. (1995), "La divulgación de información financiera: una investigación empírica", Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas. Madrid.

-Giner, B. (2001). "La utilidad de la información contable desde la perspectiva del mercado: ¿evolución o revolución en la investigación?", *Revista de Contabilidad*, Vol. 4, Nº 7, pp. 21-52.

- Giner, B.; Reverte, C. & Arce, M. (2002). "El papel del análisis fundamental en la investigación del mercado de capitales: análisis crítico de su evolución", Revista Española de Financiación y Contabilidad, Vol. XXXI, Nº 114, pp. 111-1150.
- Macagnan, C. B. (2007). "Condicionantes e implicación de revelar costos intangibles". Tesis doctoral. Universidad Autónoma de Barcelona.
- Mora, A. y Vazquez, P.J.(2004). Cambios en la relevancia de la información contable. Alternativas en la medición y aplicación empírica al caso .Revista de Contabilidad. Vol 7. (13)pp.223-244
- Español. Ohlson, J. (1995). Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation. Contemporary Accounting Research, 11(2), 661-687.
- Ohlson, J. (2001). Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation: An Empirical Perspective. Contemporary Accounting Research, 18 (1), 107-120
- Peasnell K. (1982)"Some formal connections between economic values and yields and accounting numbers."Journal of Business Finance and Accounting 9 (October):361-381.
- Penman, S. (1992). Return to the fundamental. Journal of Accounting, Auditing & Finance. Vol 7 (4).
- Sader, G. (2017, a). "La construcción de un índice de revelación de capital intelectual para empresas cotizantes argentinas". Trabajo aceptado en la edición anual de la Conferencia Anual Permanente de Investigación Contable. Chile.
- Sader, G. (2017, b). Índice de revelación del capital intelectual en base a información voluntaria. contexto de investigación y análisis descriptivo en el mercado de capitales argentino. Trabajo presentado en la categoría Coloquio Doctoral en el III Workshop Iberoamericano de Investigación Empírica en Contabilidad. Rosario. Agosto.
- Swartz, G. E., Swartz, N. P., & Firer, S. (2006). An empirical examination of the value relevance of intellectual capital using the Ohlson (1995) valuation model. Meditari Accountancy Research, 14(2), 67-81.
- Williams, J. (1938). The Theory of investment value. North-Holland Publishing Company, Amsterdam.