Valor contable: la importancia de la precisión

Se demuestra otra teoría sobre los modelos de gestión de deuda además de las de Modigliani-Miller y Miles-Ezzel. Se trata de definir la estructura de capital utilizando el valor contable.

1 de noviembre de 2007

Las opiniones respecto a la mejor forma de definir los niveles de deuda adecuados para conseguir una estructura de capital óptima varían. Un modelo, el de Modigliani-Miller, sostiene que hay que mantener un valor de deuda estable en valor absoluto, mientras que el de Miles-Ezzel aboga por mantener un ratio de endeudamiento fijo en valor de mercado. Ambos tienen puntos fuertes muy claros.

El modelo de Modigliani-Miller resulta particularmente adecuado para situaciones en las que la empresa tiene que mantener un volumen de deuda prefijado. La fórmula de Miles-Ezzell es útil cuando el nivel de deuda de la empresa va ligado a un múltiplo del valor de mercado del capital. Si bien cada uno contempla escenarios de deuda diferentes, ambos coinciden en que no permiten demasiada flexibilidad en la gestión de la deuda. La pregunta que se plantea es si alguno de ellos es ideal para aplicarlo en situaciones empresariales y escenarios de mercados muy diversos.

En su reciente trabajo de investigación, "Una valoración más realista: APV y WACC con ratio de apalancamiento constante en valor contable", el profesor del IESE, Pablo Fernández propone una tercera opción: definir la estructura de capital utilizando el valor contable. La lógica que está detrás de este método tiene su origen en una cuestión de relevancia: si bien los otros dos modelos tienen sus méritos, ¿son realistas los resultados que ofrecen?

©IESE Business School

Considerar las motivaciones

Para valorar los distintos modelos de gestión de la deuda, antes que nada hay que considerar las motivaciones que están detrás de cualquier decisión de aumentar o disminuir el nivel de deuda de una empresa. Además, hay que tener muy claras las características de un sistema ideal para determinar con precisión el nivel de deuda óptimo.

El primer requisito, desde el punto de vista de un director financiero, sería mantener la flexibilidad financiera adecuada para responder a las condiciones del mercado y a las necesidades puntuales.

El segundo, sin embargo implicaría considerar la solvencia crediticia de una empresa, que juega un papel importante a la hora de tomar decisiones relacionadas con la deuda. Centrarse en la calidad crediticia puede proporcionar pistas muy importantes para elegir el método más apropiado para definir un nivel de deuda objetivo.

En base a las medidas más utilizadas por las agencias de calificación crediticia, los determinantes más importantes de la calidad crediticia de una empresa son ratio de cobertura de intereses y la de apalancamiento financiero.

Estos dos indicadores se basan en el valor contable, no en ratios de mercado más volátiles. Fijándose en ellos, la estructura de capital puede estar mucho más alineada con las expectativas de las agencias de calificación crediticia. Se puede aplicar una lógica similar para conseguir un equilibrio óptimo.

Si contrastamos esta teoría con los datos del mercado obtendremos pruebas sólidas para apoyar esta hipótesis. Las valoraciones van mucho más ligadas a la predicción realizada por los ratios de endeudamiento basados en el valor contable, que a la estructura de capital recomendada por cualquiera de los dos métodos teóricos más importantes.

Ventajas de utilizar el valor contable

Otra cuestión muy importante a considerar seriamente es el trato que estas teorías dan al valor de los escudos fiscales. Los ahorros fiscales derivados del pago de intereses constituyen un componente muy importante de la valoración e influyen a la hora de determinar el nivel de deuda. Aún así, hay una falta de consenso notable sobre la forma correcta de calcular esta cifra. El modelo de Modigliani-Miller propone descontar los ahorros fiscales a la tasa libre de riesgo. El de Miles-Ezzell propone descontarlos al coste de la deuda.

©IESE Business School

Según Fernández, definir la política de deuda utilizando ratio de apalancamiento fijo basado en el valor contable tiene varias ventajas. En primer lugar, los resultados proporcionan información mucho más consistente con la valoración realizada por la agencia de calificación crediticia. Teniendo en cuenta que estas agencias utilizan un método similar, las empresas dispondrán de una base más sólida para entender que sus propias decisiones de deuda, en último término, acaban influyendo en su solvencia crediticia.

Otra ventaja de utilizar un método basado en el valor contable es que proporciona un nivel de deuda más estable y no tan susceptible de fluctuar con los movimientos del mercado bursátil. Este beneficio resulta especialmente relevante cuando los mercados muestran niveles de volatilidad superiores a la media. De otra forma, en épocas de crisis del mercado de capitales, las empresas se verían obligadas a responder en formas menos que ideales, bien en términos de estrategia o tratando de proteger su salud financiera básica.

Utilizar el valor contable también contribuye a evitar los problemas inherentes a las empresas privadas. Proporciona una base directa para el análisis en lugar de tener que utilizar cifras artificiales como aproximaciones del valor de mercado, cuando en realidad no se dispone de ellas.

Por último, los resultados basados en el valor contable de Fernández, tienden a proporcionar valoraciones que entran dentro de las que se obtienen utilizando los modelos de Modigliani-Miller y Miles-Ezzell. Si bien sus métodos son matemáticamente elegantes, y se ha demostrado su efectividad en situaciones específicas, en muchas ocasiones, sin embargo, representan casos extremos que, según Fernández, no son válidos para todas las compañías. Los resultados basados en el valor contable son menos extremos y proporcionan información mucho más realista para que los directores financieros puedan basar sus decisiones de deuda en ella.

www.iese.edu/es/insight

©IESE Business School