

Carta al lector

El primer artículo de esta entrega, *“Teoría de la Inversión y Mercados Financieros: La “Q” de Tobin y su uso para la Valuación de Empresas”*, se debe a la pluma del Profesor de la UBA, Javier Milei, especializado en temas monetarios. La temática del artículo, desde su mismo título, resulta cautivante, particularmente en un contexto de mercados bursátiles altamente volátiles..., quizás en la lectura del artículo encuentre Usted una vía para superar sus pérdidas financieras o un camino para salvar sus ahorros. El ensayo resulta ser un complemento al artículo publicado en el número 61 del año 2007, en el cual se utilizaba un marco de análisis similar, pero desarrollado para el ámbito macroeconómico. Ahora la misma idea de fondo, el mismo herramental, se extiende a la valuación de las empresas

El segundo artículo, titulado *“Ensayo sobre el capital social”*, lo debemos a la actividad académica del Profesor Ramón Frediani. En este trabajo se presenta, como el título lo señala, el relevante concepto del “capital social”, desarrollándose una cadena de argumentaciones para concluir remarcando su importancia para alcanzar estadios avanzados del desarrollo económico y social de una sociedad.

Esperando que estos interesantes artículos sean de su agrado, nos despedimos hasta el próximo número.

Alberto José Figueras
Director Asociado

AE**Actualidad
Económica****Año XXI N° 74****Mayo – Agosto 2011****Director***Rinaldo Colomé***Director Asociado***Alberto José Figueras***Comité Editorial***Ramón O. Frediani**Alejandro A. Gay**Hada G. Juarez de Perona**Jorge Motta***Secretario de Redacción***Ivan Iturralde***Coordinador de Redacción***Jorge Darío Freitag*

Actualidad Económica es una publicación del Instituto de Economía y Finanzas (IEF) con sede en la Facultad de Ciencias Económicas, Av. Valparaíso s/n, Agencia Postal 4, Ciudad Universitaria (5000), Córdoba, República Argentina.

Teléfonos: 54-351-433-4089/90/91

Fax: 54-351-433-4436

E- mail: instecon@eco.unc.edu.ar

Website: <http://www.eco.unc.edu.ar/ief>



**Instituto
de Economía
y Finanzas**

Los artículos firmados no reflejan necesariamente la opinión del IEF sino exclusivamente la de sus autores. Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente.

ISSN N° 0327-585X (en papel)

ISSN N° 2250-754X (en línea)

Dirección Nacional de Derecho de Autor Ley 11723 N° 268521

Índice

- **Carta al lector** 1
por Alberto José Figueras

- **Teoría de la Inversión y Mercados Financieros:
La “q” de Tobin y su uso para la Valuación de Empresas**..... 7
por Javier G. Milei

- **Ensayo Sobre el Capital Social**..... 19
por Ramón Frediani

• LOS ARTÍCULOS PUBLICADOS HAN PASADO POR EL ARBITRAJE CORRESPONDIENTE, SEGÚN LAS NORMAS PARA LA RECEPCIÓN Y ACEPTACIÓN DE TRABAJOS.

Esta publicación se encuentra en los Directorios de Latindex (Sistema Regional de Información en Línea para Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal) y de CLASE (Citas Latinoamericanas en Ciencias Sociales y Humanidades).

LAS OPINIONES VERTIDAS EN LOS ARTÍCULOS SON RESPONSABILIDAD EXCLUSIVA DE SUS AUTORES, Y NO IMPLICAN COMPROMISO INSTITUCIONAL ALGUNO DE ESTE INSTITUTO DE ECONOMÍA NI DE LA UNIVERSIDAD NACIONAL DE CÓRDOBA, ASÍ COMO TAMPOCO DE LOS ÁRBITROS PARTICIPANTES O DIRECTORES DE LA PUBLICACIÓN.

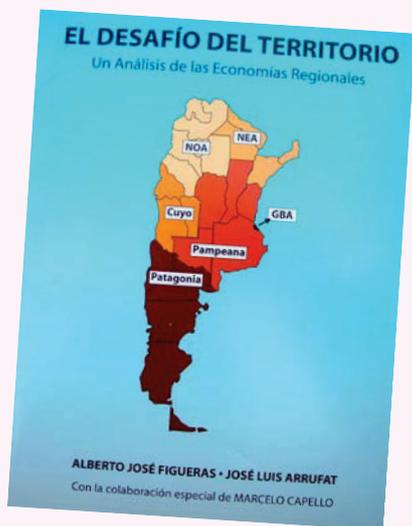
INSTITUTO DE ECONOMÍA Y FINANZAS
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
UNIVERSIDAD NACIONAL DE CÓRDOBA

Director: Ernesto Rezk
Sub-Director: Alberto José Figueras

Profesor Investigador	Especialidad y/o líneas de Investigación
Arrufat, José Luis	Econometría Métodos Cuantitativos Economía Regional
Asís, Inés del Valle	Economía Ambiental y de los Recursos Evaluación de Proyectos de Inversión
Colomé, Rinaldo Antonio	Economía Agraria Economía de la Regulación
De Santis, Mariana	Economía de la Salud Economía de la Educación
Díaz Cafferata, Alberto	Economía Internacional y Crecimiento
Figueras, Alberto José	Economías Regionales Historia del Pensamiento Económico
Frediani, Ramón Osvaldo	Sector Financiero Economía Regional
Gay, Alejandro	Macroeconomía en Economía Abierta Política Macroeconómica en Argentina
Gertel, Héctor	Economía de la Educación Mercados Laborales - Microemprendimientos
Jacobo, Alejandro	Macroeconomía y Políticas Públicas Economía Monetaria internacional
Juárez de Perona, Hada G.	Sectores Industriales y Competitividad Evaluación de Proyectos Educativos
Motta, Jorge José	Economía Industrial Pequeñas y Medianas Empresas
Nigro, Roberto E.	Sector Público Sistema Tributario
Recalde, María Luisa	Integración Económica Sector Agropecuario
Rezk, Ernesto	Federalismo Fiscal Economía Pública
Sonnet, Fernando H.	Economía Agraria y Agronegocios Microeconomía Aplicada
Valquez, Carlos S.	Economía de la Regulación Organización Industrial
Zavaleta Pineda, María Leticia	Competitividad Industrial Economía Laboral

Nota: los Profesores H. Juárez de Perona y R. Nigro son colaboradores, aunque se encuentran en estado pasivo

Investigadores Asistentes		
Coser, Marcelo	Florensa, Marcelo	Oviedo, Mauricio
Cristina, Daniela	Gáname, María C.	Moncarz, Pedro
Auxiliares de Investigación Graduados		
Pereyra, Liliana	Navarrete, José	
Freitag, Jorge	Rodríguez, Hugo	
Iturralde, Ivan	Sattler, Silvana	
Investigadores Asistentes		
Barone, María Victoria	Gastelú, Santiago	Luque, Ana Lucía
Beltramino, Natalia	Cámara, Florencia	Mignon, M. de los Angeles
	Villagra, Ignacio	
Adscriptos		
Brinatti, Agostina	Monzani, Federico	
Castro Gonzalez, Enrique	Priotti, Federico	
De Arteaga, Pedro Segundo	Ramello de la Vega, Agustín	
Fusta, Germán	Martinez Peralta, Ignacio	
Martinelli, Virginia	Meiners, María Eugenia	
Martinez, Agustín		
Becarios		
Blanco, Valeria	Bottino, Carolina	Decandido, Gonzalo



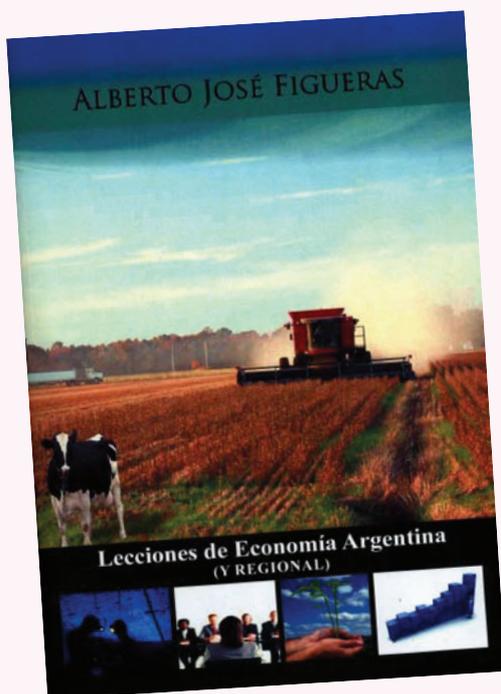
El Desafío del Territorio Un Análisis de las Economías Regionales

Alberto José Figueras, José Luis Arrufat, Marcelo Capello

Asociación Cooperadora de la Facultad de Ciencias Económicas 2009; 319 páginas.
ISBN: 978-987-1436-15-6.

Reseña: Uno de los vacíos más notorios de la llamada “corriente principal” de la teoría económica ha sido el tratamiento del espacio (o si se quiere del territorio). Hoy finalizando la primera década del siglo XXI, el nuevo escenario de globalización (o unificación general de los mercados) lejos de relegar el estudio del territorio, lo ha colocado en primer plano, ya que si los países sufren un proceso traumático de adaptación, sus espacios subnacionales lo padecen a veces de manera más dolorosa.

Este texto constituye una recopilación de casi dos decenas de diversos artículos sobre esta materia, que abarcan gran parte de la problemática espacio-regional. En el primero de ellos, se presenta una breve referencia a la historia del pensamiento económico en temas espaciales y otras nociones analíticas, tales como una interpretación espacial de la economía argentina. En el segundo de los capítulos, titulado “concentración, especialización y comercio”, se tratan los aspectos que hacen a la “concentración del producto”, la “especialización de las áreas” y el “comercio interregional”. El tercer capítulo, se refiere al mercado laboral, visto desde lo regional, El cuarto, el debate del crecimiento, afronta el problema del crecimiento económico y la potencial convergencia entre distintas áreas geográficas. Finalmente, se cierra con un breve capítulo, el futuro regional, con solamente dos artículos, donde se menciona la importancia de la “competitividad” con vistas al futuro, y se debate la posibilidad de la “regionalización” como una potencial vía de solución. Un breve anexo sobre la “economía provincial de Córdoba” y un apéndice estadístico completan el texto.



Lecciones de Economía Argentina (y Regional)

Alberto José Figueras

Ediciones EUDECOR, año 2011; 594p.
ISBN 978-987-1536-22-1

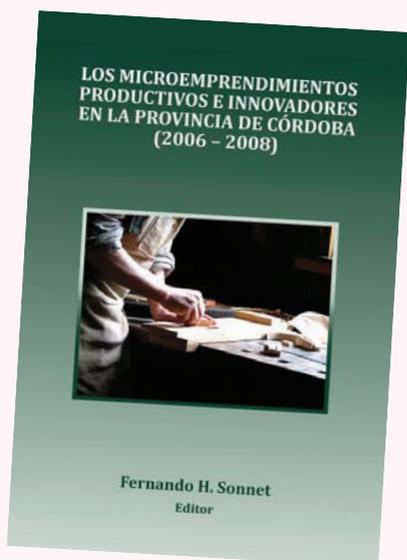
Reseña: El texto constituye un compendio de artículos técnicos, adaptados para su presentación didáctica. La obra responde a un criterio de “readings” (lecturas no encadenadas, independientes) donde el lector puede ingresar a la obra por cualquiera de los artículos incorporados a la misma. Los análisis presentados no apuntan a las preocupaciones meramente coyunturales sino a los problemas de fondo o estructurales, un debate siempre contemporáneo. Por otra parte, en esta nueva versión, se prosigue con la interpretación de la economía argentina en el marco general de la internacionalización de los mercados (llevada por el viento de la informatización), que se ha dado en llamar globalización, y que tanto condiciona al mundo. A su vez los artículos incluidos han sido “actualizados” de acuerdo a los sucesos posteriores a la traumática salida del tipo de cambio fijo, vigente durante los noventa (incorporando nuevos planteos, por ejemplo la vieja preocupación sobre el fenómeno inflacionario y el impacto del “proceso chino” en el “crecimiento” de nuestra economía).

Contenido: Argentina y el mundo (algunas cifras); Introducción: un marco de referencia para iniciar la lectura; Política, Instrumentos y Pensamiento Económico; Origen y Desarrollo de la Economía Argentina; Mercado Laboral; Sector Externo y Restricción Externa; El sector Primario: Agro y Minería; El sector Manufacturero; Los Mercados Financieros; Economías Regionales; Aspectos Fiscales; Empresas Estatales e infraestructura; El gasto social; La Preocupación de todos: el crecimiento; Otros análisis “económicos”: educación, medio ambiente e informalidad; Palabras de cierre.

Disponible en: Ediciones EUDECOR, Deán Funes 70 – Loc. 12 – Tel/Fax 54-351-4113939/4231373, Córdoba, Argentina.

Los Microemprendimientos Productivos e Innovadores en la Provincia de Córdoba (2006-2008)

Fernando Sonnet (Editor)



Publicado por la Asociación Cooperadora de la Facultad de Ciencias Económicas, Fac. de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Córdoba

Contenidos - Cap. I: La Importancia del estudio propuesto. Cap. II: Revisión de antecedentes y organización y gestión del relevamiento de la información. Cap. III: La iniciativa empresarial, la evolución del pensamiento y las hipótesis. Algunas evidencias empíricas de los microemprendimientos en la Provincia de Córdoba. Cap. IV: Microempresa en la actualidad: cambios en el mercado laboral y protagonismo de la mujer. Cap. V: La sustentabilidad económica y los microemprendimientos en la Provincia de Córdoba. Cap. VI: Caracterización de los microemprendimientos en la provincia de Córdoba: Políticas Públicas y empresarialidad. Cap. VII: El sector de las microempresas: antecedentes políticas y programas para la promoción de la microempresa en Argentina y la Provincia de Córdoba (2003-2007). Cap. VIII: Marco legal, fiscal e institucional para las microempresas de la Provincia de Córdoba. Cap. IX: Evaluación de las entrevistas mediante la técnica de grupo de enfoque con cámara de Gesell. Cap. X: Apéndice estadístico del cuestionario de la investigación.

Teoría de la Inversión y Mercados Financieros: La “q” de Tobin y su uso para la Valuación de Empresas*

Javier Gerardo Milei

Profesor de la Universidad Argentina de la Empresa (UADE)

Resumen

Se plantea la valuación de empresas por medio de la “q” de James Tobin como una herramienta superadora. La “q” de Tobin se define como la relación entre el valor de mercado de la firma (VA) dividido por el valor de reposición o contable de los activos de la misma (A). Considerando que el valor de una firma se crea a partir de su capacidad de generar fondos durante un largo período de tiempo, se desarrollan tres modelos de valuación basados en la “q” de Tobin. El primero se presenta en estado estacionario con crecimiento nulo. El segundo procede a incorporar una tasa de crecimiento no nula. Por último se presenta un modelo de crecimiento de dos etapas, donde la primera está caracterizada por una tasa de crecimiento alta, para luego pasar a una tasa más baja en el estado estacionario.

I. Introducción

A lo largo de nuestra vida profesional, el trabajo nos exige una respuesta rápida, sólida y consistente con restricciones temporales apremiantes. Naturalmente, el trabajo del valuador de empresas no está ajeno a dichas presiones, al tiempo que la tarea presenta altas indivisibilidades que suelen chocar con las necesidades de los tomadores de decisiones.

Así, en este mundo tan demandante, combinado con inseguridad y falta de pericia por parte de algunos analistas, es como ha ganado tanta popularidad el uso de los múltiplos de mercado (situación que en algunos casos ha sido llevada hasta extremos ridículos). Sin embargo, el método no está exento de críticas: (i) por un lado, aún cuando la empresa cotizante pertenezca al mismo sector puede que sus determinantes del valor no sean asimilables,

mientras que (ii) por otro lado puede que el mercado esté generando una burbuja (aún cuando las expectativas sean racionales). Si bien el motivo del artículo original (“Teoría de la Inversión y Mercados Financieros: Valuación de Empresas y Equilibrio Macroeconómico”) publicado por esta misma revista en su N° 61 del año 2007 era construir un marco valuatorio consistentes con el equilibrio macroeconómico que evitara valuaciones explosivas, la implementación del método derivó en el uso de la misma herramienta para valorar empresas.

En este contexto es en el que aparece la valuación de empresas por medio de la “q” de James Tobin como una herramienta superadora, lo cual se sostiene en cinco pilares: (i) igual que en el caso de los múltiplos, permite encontrar un resultado de manera rápida, (ii) puede ser utilizado como cualquier otro múltiplo de mercado casi de manera mucho más natural, (iii) permite su descomposición en los determinantes fundamentales del valor como cualquier otro múltiplo, (iv) el no pago de dividendos no violenta de manera impropia su implementación y (v) pese a todas sus ventajas como múltiplo, no deja de ser un modelo de flujo de fondos.

Si bien todo lo anterior es cierto, la equivalencia entre la valuación por flujo de fondos y el uso de la “q” es una verdad a medias, ya que dicha relación es válida solamente para el caso de empresas en estado estacionario sin posibilidades de crecimiento. Sin embargo, dado que la base fundamental de la “q” es un flujo de fondos, el motivo del presente documento es extender el concepto incorporando el crecimiento en dos variantes:

(i) crecimiento en el estado estacionario y (ii) crecimiento en dos etapas, el cual combina un período de alto crecimiento con el modelo anterior.

A partir de ello el trabajo se estructura en cuatro bloques. En primer lugar se plantea el contexto bajo el cual se analiza la teoría de la inversión, haciendo énfasis especial sobre la teoría “*q*” desarrollada por James Tobin. A su vez, dado que el elemento más significativo de la “*q*” viene de la determinación del valor de mercado de los activos, en la sección siguiente se presentan de manera resumida los fundamentos básicos de la valuación de empresas. Luego, en función de los resultados obtenidos, se presenta un marco analítico para valuar empresas utilizando la “*q*” de Tobin bajo distintas modalidades de crecimiento. Por último, se presentan las conclusiones.

II. La Teoría de la Inversión

II.1. Marco General de La Teoría de la Inversión

La inversión desempeña un papel esencial en el comportamiento de la economía, siendo un factor determinante del nivel de empleo y de la capacidad de crecimiento en el futuro. La teoría básica de la inversión parte reconociendo que, como forma de asignar el consumo a lo largo del tiempo, el gasto en inversión física es una alternativa al ahorro financiero. Esto significa que, para la inversión marginal, el retorno de la inversión debe ser igual al retorno del ahorro.

Los desarrollos modernos de la demanda de inversión en un **contexto intertemporal** consisten en plantear el problema de una empresa que maximiza el valor actual descontado de sus beneficios presentes y futuros, bajo determinados supuestos, teniendo en cuenta normalmente la existencia de **costos de ajuste del capital**. A partir de las condiciones necesarias para la resolución de este tipo de ejercicios se pueden generar dos tipos de modelos. Por un lado están los **modelos de corte neoclásico**, en los que se

obtiene una función de demanda de inversión, cuya idea central es la respuesta de la demanda de capital a los cambios en los precios relativos de los factores. Lo que este tipo de modelos determina es, en realidad, el stock de capital óptimo deseado por la empresa, mientras que para introducir el problema de la **velocidad de ajuste**, se agrega una función que describe los costos asociados a la incorporación de nuevo capital. Por otro lado, están los modelos de inversión basados en la “*q*” de Tobin, en los que la tasa de inversión óptima de la empresa depende de dicha relación, definida como el cociente entre el valor de mercado de la firma y el costo de reposición del capital instalado. Lo más interesante de las teorías basadas en la “*q*” es que dicha relación sintetiza toda la información sobre el futuro que es relevante para las decisiones de inversión de la empresa. Por lo tanto, esta teoría resulta de vital importancia para dar sustento a los modelos de valuación de empresas.

II.2. La Teoría “*q*” de la Inversión de James Tobin

La “*q*” de Tobin se define como la relación entre el valor de mercado de la firma (*VA*) dividido por el valor de reposición o contable de los activos de la misma (*A*)¹:

$$q = \frac{VA}{A}$$

Tobin hizo el razonamiento de que la inversión neta debería depender de si la “*q*” es mayor o menor que uno. Si “*q*” es mayor que uno, ello implica que el mercado valúa el capital (*activo*) a un monto mayor que su costo de reposición, por lo que sería posible incrementar el valor de la firma aumentando el capital. Aunque en principio no pareciera, esta teoría se encuentra estrechamente ligada con la teoría neoclásica. La conexión deriva de la observación de que la “*q*” de Tobin depende de la ganancia esperada corriente y futura del capital instalado. Si el valor de la productividad marginal del capital (*pPMgK*) excede al costo

¹ En el trabajo se define al activo como capital invertido, es decir, activo total menos inversiones de corto plazo, menos deudas comerciales.

del capital (r_A) entonces el capital instalado obtiene beneficios extraordinarios, lo cual se refleja en una “ q ” mayor a la unidad y ello incentiva la inversión. Por otra parte, cuando el “ $pPMgK$ ” es menor que el costo del capital, la “ q ” es menor a uno y ello conlleva a una caída del stock de capital en la economía.

III. Fundamentos de la Valuación de Empresas

En la práctica, los analistas suelen utilizar una amplia gama de modelos para determinar el valor de una compañía, los cuales suelen variar significativamente respecto al grado de sofisticación. Estos modelos a menudo utilizan supuestos muy diferentes acerca de los elementos que afectan al precio, aunque también es cierto que comparten algunas características comunes. En términos generales, se podría señalar que existen tres enfoques para realizar una valuación. El primero de ellos es el **método del flujo de fondos descontados**, el cual establece que el valor de un activo está determinado por el valor presente descontado de los flujos de fondos esperados. El segundo método es el que se conoce como **valuación relativa**, el cual determina el precio de un activo observando el precio de una empresa comparable respecto a una variable común tal como las ganancias, el flujo de fondos, el valor libros o las ventas. Por último, tenemos el **método de valuación contingente**, el cual se apoya en el uso del método de opciones.

Si bien los tres métodos son importantes, dados los objetivos del trabajo, el método que presenta un mejor encuadre conceptual es el del descuento de flujo de fondos. En función de ello, el valor de una firma –suponiendo su continuidad– proviene de la capacidad de la misma para generar fondos, los cuales se repartirán entre los acreedores y los accionistas. A partir de esto, el valor de la firma viene dado por el valor actual del flujo de fondos para la firma:

$$VA_0 = \frac{FF_1}{(1+r_A)} + \frac{FF_2}{(1+r_A)^2} + \frac{FF_3}{(1+r_A)^3} + \dots + \frac{FF_T}{(1+r_A)^T}$$

Donde denominamos al flujo de fondos para la firma como “ FF ”, mientras que “ r_A ” es lo que se conoce como costo de oportunidad del capital (activo). En cuanto al flujo de fondos para la firma, el mismo viene dado por el resultado operativo neto de impuestos “ $EBIT \cdot (1-t)$ ” más las amortizaciones (AM), menos las variaciones del capital del trabajo (ΔWC), menos la inversión bruta en activos fijos ($Capexs$):

$$FF_t = EBIT_t \cdot (1-t) + AM_t - \Delta WC_t - Capex_t$$

Mientras que el costo del capital viene dada por el “ $wacc$ ”, el cual surge del promedio ponderado de las distintas fuentes de financiamiento (deuda y capital propio):

$$r_A = wacc = k_D \cdot \frac{D}{A} + k_E \cdot \frac{E}{A}$$

El **costo de oportunidad de la deuda** está dado por “ k_D ”, mientras que “ k_E ” representa el **costo de oportunidad para los accionistas**, donde éste último surge del modelo de valuación **CAPM**. Así, hemos desarrollado los elementos que constituyen la valuación de la firma². Por lo tanto, en la sección siguiente, utilizaremos de manera conjunta la “ q ” de Tobin con el modelo valuación de una firma para construir valuaciones que sean consistentes tanto con las bases fundamentales de la creación del valor como con el equilibrio macroeconómico.

IV. La “ q ” de Tobin y la Valuación de Empresas

De lo presentado en el punto anterior surge que el valor de una firma se crea a partir de su capacidad de generar fondos durante un largo período de tiempo. Además, la capacidad de una empresa para generar valor está impulsada por su crecimiento a lo largo del tiempo y la rentabilidad que consigue de su

² Habitualmente los reportes sobre empresas ofrecen la valuación de las acciones, las cuales surgen de tomar el valor de la firma y restarle el valor de la deuda.

capital invertido ($pPMgK$) respecto al costo del capital ($wacc$). En función de ello, en la presente sección del trabajo se desarrollan tres modelos de valuación basados en la “ q ” de Tobin para distintas hipótesis de crecimiento. En primer lugar, se presenta el modelo en estado estacionario con crecimiento nulo. Luego, utilizando dicho marco analítico se procede a incorporar una tasa de crecimiento no nula. Por último, se deja de lado la hipótesis del estado estacionario y se presenta un modelo de crecimiento de dos etapas, donde la primera de las mismas está caracterizada por una tasa de crecimiento alta, para luego pasar a una tasa más baja en el estado estacionario.

IV.1. Valuación en el Estado Estacionario sin Crecimiento

La valuación en el caso donde la firma se halla en el estado estacionario sin crecimiento se corresponde con aquella situación donde la misma percibe como flujo de fondos su resultado operativo, al tiempo que la variación del capital de trabajo y la inversión neta ($Capexs = AM$) son nulas. De esta manera, una vez alcanzado dicho estado, la empresa comienza a generar un flujo de fondos constante hasta la eternidad. En este contexto, el flujo de fondos de la firma se convierte en una **perpetuidad**, y el valor de la firma vendrá dado por:

$$VA_T = \frac{FF_T}{r_A}$$

Por lo que al reemplazar el flujo de fondos por su valor estacionario obtenemos:

$$VA_T = \frac{EBIT_T \cdot (1-t)}{r_A}$$

Por otra parte, cuando la empresa se encuentra en un equilibrio de estado estacionario sin crecimiento, los costes de ajustes asociados a los incrementos de la capacidad de producción desaparecen y con ello, el valor del producto marginal del capital se debería igualar al costo de oportunidad del capital ($wacc$). A su vez, dado que el flujo de fondos de la firma viene dado por el producto entre el valor del

producto marginal del capital y el activo tenemos que:

$$EBIT_T \cdot (1-t) = p_T \cdot PMgK_T \cdot A_T$$

Por lo que al pasar el activo al otro miembro dividiendo, obtenemos:

$$ROA_T = \frac{EBIT_T \cdot (1-t)}{A_T} = p_T \cdot PMgK_T$$

Ello significa que el valor del producto marginal del capital viene dado por lo que en el análisis de estados contables se conoce como retorno sobre el activo (ROA). Por lo tanto, ahora resulta posible re-escribir el valor de la firma reemplazando el flujo de fondos de la firma por el producto del “ ROA ” por el activo:

$$VA_T = \frac{ROA_T \cdot A_T}{r_A}$$

Por último, para hallar la “ q ” dividimos por el total de activos:

$$q_T = \frac{VA_T}{A_T} = \frac{ROA_T \cdot A_T}{r_A \cdot A_T} = \frac{ROA_T}{r_A}$$

Consecuentemente, bajo este formato, la “ q ” de Tobin viene dada por el cociente entre el “ ROA ” y el “ $wacc$ ” (r_A). Así, cuando el “ ROA ” supere al “ $wacc$ ” implicaría que la empresa estaría obteniendo beneficios extraordinarios y por ende debería incrementar su inversión hasta que la “ q ” se ubique en un nivel igual a la unidad. Sin embargo, este no sería el único alcance de la “ q ” ya que uno podría reagrupar los términos de modo tal que conociendo el retorno sobre los activos de la firma y el “ $wacc$ ” resultaría posible determinar el valor de la compañía:

$$VA_T = q_T \cdot A_T = \frac{ROA_T \cdot A_T}{r_A}$$

Por lo tanto, el valor de la firma vendría dado por el producto entre el nivel de activos contables multiplicado por la “ q ”, donde

esta última surgiría del cociente entre el *ROA* y el *wacc*. De esta manera uno podría realizar una valuación de manera rápida, precisa y consistente sin caer en riesgo de presentar precios de burbujas.

IV.2. Valuación en el Estado Estacionario con Crecimiento Perpetuo

Si bien la versión desarrollada de la “*q*” en la sección precedente es altamente atractiva por sus ventajas tanto prácticas como analíticas, cuando el equilibrio de estado estacionario muestra una tasa de crecimiento positivo (regularidad empírica de largo plazo válida para todos los países del mundo) la fórmula del apartado precedente conlleva a una subestimación del valor. Por ende, para solucionar este punto, resulta necesario readecuar la fórmula para incorporar el crecimiento perpetuo. Para ello, partimos de la fórmula que determina el valor de la firma:

$$VA_0 = \frac{FF_1}{(1+r_A)} + \frac{FF_2}{(1+r_A)^2} + \frac{FF_3}{(1+r_A)^3} + \dots + \frac{FF_T}{(1+r_A)^T}$$

A su vez, sabiendo que la tasa de crecimiento “*γ*” es constante, es posible reescribir la expresión anterior de la siguiente manera:

$$VA_0 = \frac{FF_0 \cdot (1+\gamma)}{(1+r_A)} + \frac{FF_0 \cdot (1+\gamma)^2}{(1+r_A)^2} + \frac{FF_0 \cdot (1+\gamma)^3}{(1+r_A)^3} + \dots + \frac{FF_0 \cdot (1+\gamma)^T}{(1+r_A)^T}$$

Donde sacando como factor común al flujo de fondos inicial obtenemos:

$$VA_0 = FF_0 \cdot \left\{ \frac{(1+\gamma)}{(1+r_A)} + \frac{(1+\gamma)^2}{(1+r_A)^2} + \frac{(1+\gamma)^3}{(1+r_A)^3} + \dots + \frac{(1+\gamma)^T}{(1+r_A)^T} \right\} = FF_0 \sum_{t=1}^T \frac{(1+\gamma)^t}{(1+r_A)^t}$$

Lo cual implica que el valor de la firma viene dado por el producto entre el flujo de fondos al inicio multiplicado por la progresión geométrica convergente (siempre que el *wacc* supere a la tasa de crecimiento) que implica el término afectado por la sumatoria:

$$VA_0 = FF_0 \cdot \left\{ \frac{(1+\gamma) \left[1 - \frac{(1+\gamma)^n}{(1+r_A)^n} \right]}{r_A - \gamma} \right\}$$

A su vez, asumiendo que “*n*” tiende a infinito, la expresión se reduce a la siguiente fórmula:

$$VA_0 = \frac{FF_0 \cdot (1+\gamma)}{r_A - \gamma}$$

Por lo que ahora la “*q*” vendría dada por la siguiente expresión

$$q_0 = \frac{VA_0}{A_0} = \frac{FF_0 \cdot (1+\gamma)}{r_A - \gamma} \cdot \frac{1}{A}$$

Sin embargo, bajo este formato el resultado pierde atractivo, por lo que resulta necesario reescribir el flujo de fondos en términos de *ROA*. Para ello asumimos que tanto el capital de trabajo como los activos fijos crecen a la tasa de crecimiento de largo plazo:

$$FF_0 = EBIT_0 \cdot (1-t) - \Delta A = EBIT_0 \cdot (1-t) - \gamma A$$

Por lo que al dividir el flujo de fondos por el nivel de activos obtenemos:

$$\frac{FF_0}{A_0} = \frac{EBIT_0 \cdot (1-t)}{A_0} - \frac{\Delta A}{A_0} = ROA_0 - \gamma$$

Lo que reemplazando en la expresión de la “*q*” nos permite arribar al presente resultado:

$$q_0 = \frac{VA_0}{A_0} = \frac{\{(ROA_0 - \gamma)(1+\gamma)\}}{r_A - \gamma}$$

De esta forma, llegamos a una nueva expresión de la “ q ” de Tobin donde no solo intervienen el ROA y el $wacc$ sino que también ahora existe un lugar destacado para la tasa de crecimiento de largo plazo. De esta manera, cuando el ROA se halla por encima del $wacc$, cuanto mayor sea la tasa de crecimiento de largo plazo, mayor será el valor de los activos. Claramente, la valuación por este método retiene todas las ventajas de la versión original, al tiempo que presenta la virtud de capturar el valor asociado con la tasa de crecimiento en el largo plazo, haciendo de dicha herramienta un instrumento aún más poderoso.

IV.3. Valuación con Crecimiento en 2 Etapas

IV.3.1. Determinación de la “ q ” y su Instrumentación en una Valuación

Si bien la fórmula desarrollada en el apartado precedente resulta sumamente atractiva, puede que en algunos casos no haga justicia con la valoración que ofrece para el crecimiento de la firma. De hecho, existen muchos casos de firmas que previamente a llegar al estado estacionario experimente un período de alto crecimiento o de crecimiento extraordinario. Por lo tanto, si uno asume que si a lo largo del proceso de convergencia (período de alto crecimiento) la tasa a la cual se expande el flujo de fondos es constante, el valor de la firma vendría dado por la siguiente expresión:

$$VA_0 = FF_0 \cdot \left\{ \frac{(1+\gamma) \left[1 - \frac{(1+\gamma)^n}{(1+r_A)^n} \right]}{r_A - \gamma} \right\} + \left\{ \frac{FF_0 (1+\gamma)^n (1+\gamma_S)}{(r_A - \gamma_S)(1+r_A)^n} \right\}$$

Por lo que utilizando la expresión precedente, dividiendo por el nivel de activos y re-expresando el flujo de fondos en términos de ROA y tasa de crecimiento es posible hallar una nueva expresión para la “ q ” de Tobin:

$$q_0 = \frac{VA_0}{A_0} = (ROA_0 - \gamma)^* \left\langle \left\{ \frac{(1+\gamma) \left[1 - \frac{(1+\gamma)^n}{(1+r_A)^n} \right]}{r_A - \gamma} \right\} + \left\{ \frac{(1+\gamma)^n (1+\gamma_S)}{(r_A - \gamma_S)(1+r_A)^n} \right\} \right\rangle$$

Por lo tanto, si bien la expresión es algo más compleja, su implementación en una planilla de cálculos es casi inmediata y presenta el atractivo de capturar un proceso de crecimiento mucho más rico, por lo que a las ventajas mencionadas a lo largo del documento se suma la de poder asignar valor a los distintos procesos de crecimiento.

IV.3.2. Determinación de “ T ” y Sendero de la Proyección

Una vez solucionado el problema de la expresión matemática para estimar el valor, aparece otro problema, el cual viene dado por la determinación del momento a partir del cual comienza el estado estacionario. Puesto en otros términos, aparece el problema del “ T ”, que no es ni más ni menos que la determinación del intervalo de proyección explícita del flujo de fondos.

En general, respecto a la determinación del período de proyección, la bibliografía suele ser muy ambigua, señalando que la proyección se debe realizar hasta el momento en que la firma llega a una situación de madurez. En el mejor de los casos se afirma que dicho estado se produce cuando la tasa de crecimiento de la firma converge hacia el nivel de largo plazo de la economía, de modo tal que la proyección del valor residual no implique que la empresa se coma a la economía.

Si bien estas definiciones son sumamente atractivas, en rigor son tan amplias y dejan tanta discrecionalidad al analista, que terminan siendo sumamente peligrosas. Sin embargo, el método de la “ q ” de Tobin también nos ofrece una perspectiva acerca de por lo menos cuantos años debe abarcar “ T ”. Si uno revisa la fórmula de la “ q ” es posible observar

que en el denominador de la misma se encuentra el valor de reposición de los activos, que por cuestiones de simplicidad asumimos que era similar al valor contable de los mismos. Claramente, en este punto, tal nivel de simplificación podría ser excesivo ya que pueden existir cuestiones de mercado, legales, impositivas y/o tecnológicas, por las que el valor contable de los activos puede diferir del valor de reposición. Por lo tanto, para que la construcción del valor esté limpia de toda distorsión contable, la proyección debe abarcar el tiempo suficiente como para haber sacado todos los activos actuales del balance en "T". Dicho objetivo se logra sólo cuando el intervalo de proyección viene dado por la inversa de la tasa de amortización del activo productivo más largo. Por ejemplo, si las máquinas amortizan un 10% por año, la proyección debería incluir por lo menos diez períodos.

Por último, respecto del sendero de proyección podemos decir que mientras que el "ROA" inicial es un dato y, dada la "q" de Tobin, el "ROA" final también lo es. Por lo tanto, el sendero de proyección debe ser uno tal que contemple estos dos puntos. De todos modos, el proceso de convergencia dependerá del mercado, así, cuanto más sencilla la entrada y salida a un mercado la convergencia será más rápida (capturado por un acortamiento de T – independientemente de la lógica de las amortizaciones-o por una caída del ROA), mientras que cuanto más altas las barreras a la entrada y más complicada la salida, existirá una convergencia más lenta.

IV.4. Un Ejemplo Numérico

El motivo de la presente sección es el de mostrar un caso aplicado donde se procede a realizar una valuación utilizando la "q" de Tobin. Al mismo tiempo, la propia construcción del ejemplo debería dejar de manifiesto las interrelaciones entre las distintas versiones del indicador. En ese sentido comenzamos con el caso perpetuo sin crecimiento, para luego ir añadiendo las distintas posibilidades de crecimiento. Naturalmente, la propia dinámica

del proceso dejará de manifiesto como el mayor crecimiento adiciona valor a la firma.

Para comenzar, supongamos que nos encontramos con una firma en estado estacionario cuyo resultado operativo (EBIT) es de \$ 200, al tiempo que la tasa impositiva es del 35%. Por lo que si firma cuenta con activos por \$ 1.000, el retorno sobre activos (ROA) se ubica en el 13%:

$$ROA = \frac{EBIT \cdot (1-t)}{A} = \frac{200 \times (1-0,35)}{1.000} = 13\%$$

A su vez, si asumimos un "wacc" del 10% la "q" de Tobin tomará un valor de 1,3:

$$q = \frac{ROA}{r_A} = \frac{0,13}{0,1} = 1,3$$

Por lo que al multiplicar el valor de la "q" por el monto de los activos de la empresa:

$$VA = q \cdot A = 1,3 \times 1.000 = 1.300$$

ello arroja un valor para la firma de \$ 1.300. En definitiva, este ejemplo sencillo deja de claro la sencillez y el poderío de la metodología para realizar una valuación rápida y consistente.

Ahora bien, supongamos que deseamos considerar una empresa idénticamente igual pero que en el equilibrio de estado estacionario muestra una tasa de crecimiento del 3%. Naturalmente, como la empresa se hallaría en un estado previo al descrito en el caso anterior, su nivel de activos debería ser menor, justamente en la proporción que le estaría faltando crecer. Por lo tanto, si bien el resultado neto de impuestos sigue siendo \$ 130 (=200x0,65), el nuevo monto de activos es de \$ 970,9 (1.000/1,03), por lo que el nuevo ROA es de 13,4%. Por lo tanto, teniendo en cuenta el nuevo ROA y la tasa de crecimiento de largo plazo, el nuevo valor de la "q" sería de 1,53:

$$q = \frac{\{(ROA - \gamma)(1 + \gamma)\}}{r_A - \gamma} = \frac{\{(0,134 - 0,03)(1,03)\}}{0,1 - 0,03} = 1,53$$

Por lo que el valor de la firma para el caso con un crecimiento del 3% en el estado estacionario:

$$VA = q.A = 1,53 \times 970,9 = 1.484,3$$

sería de \$ 1.484,3 lo cual implica una mejora del 14,2% respecto al caso anterior. Puesto en otros términos, la presencia de crecimiento en el estado estacionario genera un monto adicional de valor por \$ 184,3.

Por último, cuando consideramos el caso con un crecimiento en dos etapas resulta necesario definir dos variables. Por un lado la tasa de crecimiento del período de convergencia y por otro lado la duración de este último. Así si suponemos que la empresa crecerá a una tasa del 7% durante 10 años, ello implicará que el activo de consistencia será de \$ 508,4, monto que surge de computar el monto de activos en estado estacionario sobre el factor de crecimiento compuesto:

$$A_c = \frac{A_s}{(1+\gamma)^n} = \frac{1.000}{(1,07)^{10}} = \frac{1.000}{1,967} = 508,4$$

Por otra parte, dado que asumimos el mismo resultado operativo, el nuevo ROA de consistencia es de 25,6%:

$$\begin{aligned} ROA &= \frac{EBIT.(1-t)}{A_c} \\ &= \frac{200 \times (1-0,35)}{508,4} = \frac{130}{508,4} = 25,6\% \end{aligned}$$

Por lo tanto, habiendo hallado el activo de consistencia y su respectivo ROA ahora estamos en condiciones de aplicar la fórmula que permite calcular la "q" de Tobin para el caso que presenta crecimiento en dos etapas:

$$q_0 = \frac{VA_0}{A_0} = (ROA_0 - \gamma)^*$$

$$\left\langle \left\langle \frac{(1+\gamma) \left[1 - \frac{(1+\gamma)^n}{(1+r_A)^n} \right]}{r_A - \gamma} \right\rangle + \left\{ \frac{(1+\gamma)^n (1+\gamma_S)}{(r_A - \gamma_S)(1+r_A)^n} \right\} \right\rangle$$

$$q = (0,256 - 0,03)^*$$

$$\left\langle \left\langle \frac{(1,07) \left[1 - \frac{(1,07)^{10}}{(1,10)^{10}} \right]}{0,10 - 0,03} \right\rangle + \left\{ \frac{(1,07)^{10} (1,03)}{(0,10 - 0,03)(1,10)^{10}} \right\} \right\rangle$$

$$= 3,673$$

Por lo tanto, para este conjunto de parámetros de crecimiento y dado un "wacc" del 10%, la "q" de Tobin adquiere un valor de 3,673, por lo que dado un valor de activos de \$ 508,4 arroja un valor para la firma de \$ 1.867,2. Puesto en otros términos, la presencia de un período de alta tasa de crecimiento estaría incrementando el valor en \$ 382,9, lo cual implica un aumento del 25,8%.

Por otra parte, el valor podría ser descompuesto en tres partes. Un 69,6% del valor, esto es la suma de \$ 1.300 vendría explicada por el valor de estado estacionario sin crecimiento, mientras que el 30,4% (\$ 567,2) restante vendría explicado por la presencia del crecimiento. A su vez, un 9,9% (\$ 184,3) del valor está determinado por el crecimiento en el estado estacionario mientras que el restante 20,5% (\$ 382,9) se explica por el valor del período de alto crecimiento.

Por último, vale la pena mencionar que la valuación hallada por el método de la "q" de Tobin es perfectamente consistente con la que surgiría de computar el modelo de flujo de fondos para la firma. Así, cuando uno asume un resultado operativo (EBIT) de \$ 200, una tasa impositiva del 35% y un crecimiento del 7% para el período de convergencia, ello implica un flujo de fondos para la firma al inicio de \$ 94,4 (los cuales surgen de tomar los \$ 130 iniciales y restarle las inversiones asociadas al crecimiento por \$ 35,6 = 508,4x0,07), el cual durante diez años crecerá al 7%. Así, el valor presente del flujo de fondos por los primeros diez años se ubica en un monto de \$ 813,5, mientras que el valor terminal es de \$ 1.053,7, lo cual arroja un valor para la firma de \$ 1.867,2 y perfectamente alineado con el valor hallado por el método de la "q" de Tobin.

V. Conclusiones

Si bien el motivo del artículo original ("Teoría de la Inversión y Mercados Financieros: Valuación de Empresas y Equilibrio Macroeconómico") publicado por esta misma revista en su N° 61 del año 2007 era construir un marco valuatorio consistente con el equilibrio macroeconómico que evitara valuaciones explosivas, la implementación del método, junto a la necesidad de contar con instrumentos que permitan una respuesta rápida, sólida y consistente con restricciones temporales fuertes, derivó en el uso de la misma herramienta para la valuación de empresas.

En este contexto es que aparece el uso de la "q" de **Tobin** como una metodología para hallar el valor de una firma, lo cual se sostiene en cinco pilares. En primer lugar, igual que el caso de los múltiplos permite determinar el valor de una firma de manera rápida con la ventaja que no es necesario contar con un valor de mercado, elemento sumamente importante cuando se busca valuar una empresa privada (sin cotización pública) que no tiene comparables asimilables. Piense por ejemplo el caso de un monopolio natural, donde por la propia definición del mismo no podrá encontrar un comparable razonable. Claramente, un talibán de los múltiplos tratará de replicar el ejercicio con una empresa asimilable en otro país, como si la situación de los países y el contexto jurídico (en especial el marco regulatorio) en que se enmarca la firma fueran asimilables.

En segundo lugar, si existiera el múltiplo de mercado asimilable, el mismo podría ser utilizado como cualquier otro múltiplo casi de manera mucho más natural, con la ventaja que desde el punto de vista de la información que aporta la "q", la transforma en una herramienta mucho más poderosa. Concretamente, cuando la "q" se ubica por encima de la unidad existen incentivos para que la empresa se expanda y de esa manera pueda no solo capturar la cuasirenta que presenta el negocio sino también multiplicarla.

Tercero, igual que cualquier otro múltiplo permite su descomposición en los determinantes fundamentales del valor. Así como la relación Precio-Ganancias permite capturar el impacto de la política de dividendos, la relación Precio-Ventas suma el efecto margen neto y la relación Precio-Valor Libros el efecto del Retorno de los Accionistas (**ROE**), en el caso de utilizar la "q" de Tobin es posible explicar el valor desde el producto entre el margen operativo y la rotación, esto es:

$$q = \frac{ROA}{k_A} = \frac{\left[\frac{EBIT * (1-t)}{A} \right]}{k_A}$$

lo cual, multiplicando arriba y abajo por las ventas y reagrupando implica:

$$q = \frac{\left[\frac{EBIT * (1-t)}{A} * \frac{S}{S} \right]}{k_A} = \frac{\left[\frac{EBIT * (1-t)}{S} * \frac{S}{A} \right]}{k_A}$$

$$= \frac{M_{OP} * ATO}{k_A}$$

Por lo que no solo se cuenta con un indicador descomponible en los fundamentos del valor sino que además es posible analizar como el mismo es impactado por la política comercial.

En cuarto lugar, y a diferencia de los indicadores antes mencionados, el no pago de dividendos no violenta de manera impropia su implementación. Concretamente, las apreciaciones realizadas sobre los determinantes fundamentales del valor para el caso las relaciones Precio-Ganancias, Precio- Ventas y Precio-Valor Libros asumen el pago de dividendos, lo cual puede que no sea cierto. De hecho, existen muchas empresas que no pagan dividendos y no por ello su valor es nulo. Desde este punto de vista, dado que la "q" trabaja con el retorno de los activos no se necesita hacer ningún supuesto esotérico respecto al pago de dividendos para poder salvar al múltiplo. Si encuentra valuaciones en esta línea le sugiero que sospeche, ya que probablemente se halle frente a un analista

poco experimentado que busca escudarse detrás de un conjunto de fórmulas para hacer lucir sofisticado un análisis paupérrimo.

Por último y no por ello menos importante, pese a todas sus ventajas como múltiplo, no deja de ser un modelo de flujo de fondos y al comprenderlo en este sentido permite incorporar en el cálculo la tasa de crecimiento. En función de ello, en el presente documento se extendió el concepto para incorporar la existencia de crecimiento en dos variantes: (i) crecimiento en el estado estacionario y (ii) crecimiento en dos etapas, el cual combina un período de alto crecimiento con el modelo anterior. De esta manera, mientras que en el modelo con crecimiento en estado estacionario se asume una tasa constante que se replica hasta el infinito, en el caso del modelo de crecimiento en dos etapas se particiona el crecimiento en dos etapas. Durante la primera etapa se considera la presencia de una tasa de crecimiento por encima de la normal de largo plazo, lo cual tiene lugar durante el período de convergencia. En cuanto a la segunda etapa se toma una tasa de crecimiento consistente con el equilibrio de largo plazo. Si bien, según sea el sendero crecimiento posible debería utilizarse alguna de las fórmulas, dado el concepto que se halla detrás de la utilización de la “ q ” de Tobin, es recomendable utilizar la versión en dos etapas, ya que aún cuando la tasa de crecimiento sea constante y consistente con la de largo plazo, puede que el retorno de los activos no sea el de equilibrio, por lo que la diferencia entre los dos períodos no vendría dada por los diferenciales de tasas de crecimiento sino por la de los retornos.

Por lo tanto, en función de lo expuesto hemos demostrado que la “ q ” de Tobin es una herramienta superadora, lo cual se sostiene en cinco pilares: (i) permite encontrar un resultado de manera rápida, (ii) puede ser utilizado como cualquier otro múltiplo de mercado de manera mucho más natural, (iii) permite su descomposición en los determinantes fundamentales del valor como cualquier otro múltiplo, (iv) el no pago de dividendos no

violenta de manera impropia su implementación y (v) pese a todas sus ventajas como múltiplo, no deja de ser un modelo de flujo de fondos lo cual permite incorporar de manera consistente diferentes hipótesis de crecimiento y convergencia hacia el equilibrio de esta estacionario.

VI. Bibliografía

- COPELAND, KOLLER y MURRIN (2004): “Valoración”, 3° Ed., Editorial Deusto.
- EISNER, R. & STROTZ, R. (1963): “Determinants of Business Fixed Investment” en *Commission on Money and Credit, Impacts of Monetary Policy*, 59-337, Englewood Cliffs, Ed. Prentice Hall
- MILEI, J. (2007): “Teoría de la Inversión y Mercados Financieros: Valuación de Empresas y Equilibrio Macroeconómico”, Revista Actualidad Económica, N°61 Enero-Abril, 15-19
- ROMER, D. (2002): “Macroeconomía Avanzada”, 2° Ed. Cap. 8, Editorial Mc Graw Hill
- SARGENT, T. (1987): “Macroeconomic Theory”, 2° Ed., Editorial Academic Press
- TOBIN, J. (1969): “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, *JMCB* 1(F), 15-29

VII. Glosario

CAPM: Capital Asset Pricing Model, modelo que arroja el costo de oportunidad del accionista.

Contexto intertemporal: período de análisis que incluye varios períodos de tiempo

Coste ajuste del capital: son costos en los que se incurre cuando se modifica el stock de capital. Ejemplo de ellos son los costos de instalación o el entrenamiento de los empleados

Costo de oportunidad para los accionistas: es la tasa requerida por los accionistas para ingresar en el negocio, dicha tasa viene dada por la tasa libre de riesgo, más el riesgo específico.

Costo de oportunidad de la deuda: dicho costo viene dado por la tasa de interés de la deuda, neteada del ahorro fiscal que se produce asociado al pago de intereses ($k_D = r_D(1-t)$).

EBIT: Resultado antes de Intereses e Impuestos
James Tobin: Economista estadounidense ganador del Premio Nóbel de Economía en 1981

Margen Operativo: Utilidad Operativa dividida por las Ventas ($EBIT / Ventas$)

Margen Neto: Utilidad del Ejercicio dividido por las Ventas ($NI / Ventas$)

Neoclásico: escuela de pensamiento económico que trabaja sobre la idea de maximización

Opciones: Instrumento financiero que ofrece al tenedor del la opción de ejercer o no su derecho

Perpetuidad: Instrumento financiero que paga una renta fija de forma perpetua

pPMgK: valor del producto marginal del capital, el cual implica una tasa de retorno del mismo.

ROA: Retorno sobre los Activos ($EBIT*(1-t) / A$)

ROE: Retorno para los Accionistas (NI / E)

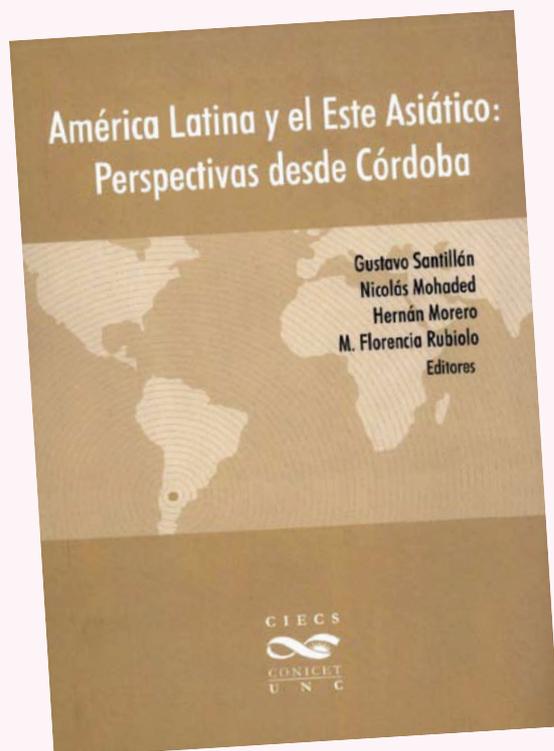
Rotación de los Activos (ATO): Cociente entre las Ventas y los Activos (S / A), lo cual refleja la cantidad de veces que es vendido (rota) el activo en el período

Valuación relativa: es una valuación que se realiza utilizando una empresa asimilable

Velocidad de ajuste: referencia a casos donde el ajuste de mercado no es instantáneo, lo cual implica que en el corto plazo existe una situación de temporaria desequilibrio

WACC: Costo Promedio Ponderado del Capital

WC: Capital de Trabajo



América Latina y el Este Asiático: Perspectivas desde Córdoba

Editores: Santillán, Gustavo; Mohaded, Nicolás; Morero, Hernán; Rubiolo, M. Florencia

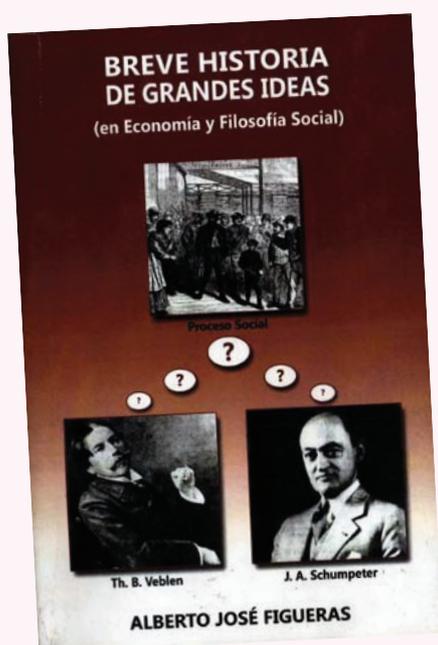
Editora: CIECS / CONICET - UNC

Idioma: Español **Páginas:** 251

ISBN: 978-987-2503-12-3

El presente libro surge como una iniciativa de trabajo conjunto y de discusión continua de los integrantes del Departamento de Empresas del CIECS-CONICET. El mismo pretende brindar herramientas analíticas para comprender las relaciones entre América Latina y el este asiático, sin perder de vista, las características particulares de la provincia de Córdoba en Argentina, cuestión sobre la que se pone fuerte énfasis en los diversos trabajos que lo componen.

Contenido: “Desempeño macroeconómico en Argentina desde los '90: sector externo y mercado de trabajo en perspectiva” por N. Mohaded – “El potencial exportador de la provincia de Córdoba en términos de desarrollo” por H. A. Morero – “La planificación económica, un desafío para Argentina y Latinoamérica. Una perspectiva histórica de la cuestión. La experiencia del Noreste de Asia” por G. Santillán – “El Sudeste Asiático y la ASEAN en el escenario económico y político internacional contemporáneo” por M. F. Rubiolo - “The evolution of the Chinese and Argentine aircraft manufacturing industries” por Dániel Vértsey – “La relación comercial entre Argentina y Singapur: perspectivas y oportunidades para la provincia de Córdoba” por M. F. Rubiolo – “Asia, destino clave para las exportaciones cordobesas” por Roberto Rossotto – “Cinco años del TLC de bienes entre Chile y China” por José L. Valenzuela Alvarez.



Breve Historia de Grandes Ideas (en Economía y Filosofía Social)

Alberto José Figueras

1° ed., Córdoba: Asociación Cooperadora de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Córdoba, 2012; 342 pp.

ISBN 978-987-1436-59-0

Contenido: Prólogo; Introducción y Perspectiva; Libro I: La “Invencción de la economía”; Libro II: “El período de ‘crítica’: las líneas socialistas”; Libro III: “Otras líneas ‘críticas’ a los clásicos”; Libro IV: “Neoclásicos, Austríacos y Keynesianos”; Libro V: “La historia de mañana”; Anexos; Bibliografía

Ensayo Sobre el Capital Social

Ramón Frediani

Instituto de Economía y Finanzas
Universidad Nacional de Córdoba

Resumen

El capital social se define como el conjunto de conductas asociativas, de confianza y ayuda mutua, trabajo en equipo, cooperación, consenso y acciones de reciprocidad, respeto y cumplimiento de normas y contratos y persecución de objetivos comunes, que dispone una sociedad como recursos para resolver sus problemas colectivos. En el presente artículo se revisan la relación del capital social con la calidad de vida, su medición y algunos datos empíricos aplicados a Argentina.

I. Introducción

En la teoría económica existen distintas definiciones de capital: (1) el capital físico (fábricas, equipos, maquinarias, construcciones) que en las cuentas nacionales se identifica con el nombre de inversión bruta interna fija, (2) el capital en recursos naturales (tierras fértiles, bosques, yacimientos minerales, agua potable, riqueza pesquera) que en la Contabilidad Social aparece en el Sistema de Cuentas de la Riqueza Nacional, (3) el capital financiero (activos financieros en general tales como el dinero, bonos, acciones, depósitos bancarios, reservas en el Banco Central), (4) el capital en infraestructura económica (carreteras, puentes, diques, puertos, aeropuertos, centrales eléctricas), (5) el capital en infraestructura social (hospitales, escuelas, universidades, laboratorios, viviendas), y (6) el capital humano, definido como el nivel acumulado de formación, información, capacitación y habilidades productivas de la población laboral, como así también el nivel sanitario alcanzado por la población.

Todos ellos son condiciones necesarias para que un país alcance el desarrollo económico y social y un alto estándar y calidad

de vida de sus habitantes, pero no suficientes puesto que hace falta una categoría adicional de capital.

Así, en los últimos 20 años ha surgido el análisis de una nueva categoría y es la que hacía falta: El Capital Social, concepto de reciente y creciente aplicación en los estudios sobre el desarrollo de los países. El concepto se ha convertido en uno de los temas más debatidos de las ciencias sociales y políticas. Se refiere a un elemento invisible, etéreo, menos tangible que el capital humano (conocimientos y/o habilidades de los individuos) o el capital físico (bienes materiales), pero que resulta decisivo para la actividad productiva, la satisfacción de las necesidades personales y el desarrollo comunitario y de una sociedad toda. El capital social se define como el conjunto de conductas asociativas, de confianza y ayuda mutua, trabajo en equipo, cooperación, consenso y acciones de reciprocidad, respeto y cumplimiento de normas y contratos y persecución de objetivos comunes, que dispone una sociedad como recursos para resolver sus problemas colectivos.

El capital social está constituido por ciertas conductas y costumbres que pueden tener las personas y las instituciones, derivados de sus relaciones sociales, y que demás deben tener permanencia en el tiempo. Esas conductas y elementos son: cooperación entre privados y entre lo privado y lo público, solidaridad social, trabajo en equipo, persecución de objetivos comunes, aceptación y práctica de la asociatividad, confianza interpersonal y de las personas y las instituciones entre sí, respeto por el cumplimiento de los contratos sean públicos o privados, ética y honestidad en el gobierno, en la administración del estado y en el mundo de los negocios, vigencia irrestricta del estado de derecho y respeto de las libertades civiles y

políticas, sistema judicial honesto y eficiente, participación comunitaria, conciencia ambiental, transparencia en los actos del gobierno, competencia en los mercados de bienes privados y de bienes públicos, relaciones de reciprocidad, gobiernos honestos, eficientes y responsables, instituciones consolidadas, respeto mutuo, presencia de la sociedad civil y de la iniciativa privada como contrapesos a posibles abusos del Estado y del sistema político, y finalmente la calidad y honestidad de la clase dirigente relevante, sea ésta (i) la clase política, (ii) la clase sindical, (iii) la clase empresarial y (iv) la clase que detenta los medios de comunicación e información, que son las 4 principales categorías de grupos sociales que detentan el poder real³ en la sociedad contemporánea.

Es decir, el capital social – en gran parte fruto de la herencia cultural de cada sociedad, y por eso se dice que está condicionado a un fuerte determinismo histórico - se refiere a las instituciones existentes, la calidad de los dirigentes, las relaciones y las normas que definen la calidad y cantidad de las interacciones sociales entre los miembros y entre las instituciones de una sociedad. Numerosos estudios demuestran que la cohesión social es un factor fundamental para que las sociedades prosperen económicamente y para que el desarrollo sea sostenible.

El capital social no es sólo la suma de las instituciones que configuran una sociedad, sino que es asimismo la materia o el elemento invisible que las mantiene unidas y actuando hacia objetivos comunes. El capital social consiste en un activo históricamente acumulado por una sociedad a partir de la acción organizada de sus miembros (individuos o colectivos), sobre la base de determinadas normas sociales de cooperación, la interiorización de ciertos valores (confianza, solidaridad, reciprocidad, cooperación, honestidad, responsabilidad, transparencia), y la existencia de un tejido social (o “redes de compromiso”),

permitiendo una mayor eficacia en la consecución del bienestar tanto individual como general. Así, el capital social y la cohesión social resultan factores cruciales para aliviar las desigualdades sociales (pobreza, marginalidad) y alcanzar un mayor desarrollo humano y económico sostenible en el largo plazo. Podríamos también interpretar al capital social como un elemento inmaterial que nos permite aproximarnos al óptimo paretiano.

Para un mejor entendimiento del concepto, es muy útil la categorización de capital social cognitivo vinculado a los procesos mentales y valores culturales e ideologías que tienen los individuos de un país, y del capital social estructural que tiene que ver con las organizaciones e instituciones de la sociedad. También es importante el concepto de activos sociales y flujo de beneficios que puede incrementarse a partir de un determinado stock de capital social, mediante la creación o reforzamiento de un adecuado marco institucional.

La primera categoría es entendida como la capacidad o liderazgo específico de un grupo o conglomerado social para aprovechar los valores y recursos favorables al desarrollo; y la segunda - el componente estructural del capital social- está representada por la presencia, en una sociedad dada, de las redes y agrupaciones que facilitan las relaciones de la asociatividad, la solidaridad y la conciencia cívica. Algunos estudiosos del tema han categorizado a las redes sociales en un mismo grupo o conglomerado social vinculado por efecto y cariño que configuran relaciones estrechas en el grupo (capital social de unión); redes de capital social fundadas en enlaces de afinidad o compañerismo generalmente entre grupos de intereses comunes y del mismo estatus (capital social de vinculación), y redes basadas en sentimientos de respeto y relaciones asimétricas entre personas con pocos intereses comunes (capital social de aproximación).

³ En la sociedad, existen otros grupos de clase dirigente: la de los intelectuales, la de los académicos, la de los artistas, la de los religiosos, pero estas cuatro – en opinión personal del autor de este ensayo- tienen mucho menos poder efectivo que las cuatro mencionadas en el texto.

El capital social está compuesto por los siguientes recursos:

a) Las redes sociales, como serían los lazos de parentesco, las redes comunitarias informales, las organizaciones sociales, etc. El mantenimiento de estos vínculos requiere una inversión de tiempo y dedicación, pero permite obtener beneficios en forma de flujos de solidaridad, capacidad de defensa de intereses y derechos, obtención de información (la cual resulta determinante para la capacidad de decisión y actuación del individuo), etc.

b) Las normas sociales (de voluntariedad, altruismo, comportamiento, solidaridad) y derechos comúnmente aceptados, así como las sanciones que los hacen efectivos.

c) Los vínculos de confianza social, la cual garantiza un entramado de obligaciones y expectativas recíprocas que posibilitan la cooperación. Estas relaciones pueden abarcar también las de autoridad, consistentes en la cesión consensuada a un líder de poderes para gestionar problemas colectivos.

La versión original de la teoría del Capital Social fue elaborada en 1993 por Robert Putnam⁴, luego de estudiar durante 20 años el caso de los gobiernos regionales de Italia, observando que tenían un fuerte componente de determinismo histórico. Las diferencias de capital social entre el norte y el sur de Italia, que explicaban el desigual desempeño político, social y económico de esas regiones dentro de un mismo país, parecían remontarse hasta el siglo XII. El cambio institucional acaecido a principios de los años setenta, con la creación de los gobiernos regionales, no había tenido un efecto apreciable, al cabo de dos décadas, sobre los “stocks heredados” de capital social. Varios investigadores han cuestionado el análisis histórico de este autor, señalando omisiones e inexactitudes. Otros ponen en tela de juicio la idea de que la fuente principal de formación de capital social sea la misma sociedad, y plantean la tesis de que el Estado, a través de las

instituciones políticas, tiene la capacidad de crearlo o destruirlo⁵

II. ¿Cómo se mide el Capital Social?

El capital social se mide de variadas maneras, aunque, por distintas razones, no es posible ni deseable lograr una única y “verdadera” medida. Las definiciones más amplias del capital social son multidimensionales e incorporan distintos niveles y unidades de análisis. Además, cualquier intento de medir las propiedades de conceptos inherentemente ambiguos, como comunidad, red y organización es problemático. Se han diseñado encuestas a largo plazo a fin de medir el capital social, lo que ha llevado a investigadores a definir índices con elementos aproximados, como la medida de confianza en el gobierno, la confianza en las demás personas, el índice de participación en organizaciones cívicas, el número de horas de voluntariado, la percepción que la población tiene de los niveles existentes de corrupción en el gobierno, el sentimiento de seguridad (o inseguridad) ante el nivel de delincuencia, etc. Muchos de estos índices ya son calculados con regularidad a nivel internacional por distintas organizaciones y fundaciones y se encuentran en la Web.

III. Capital Social y calidad de vida

El capital social conduce a elevar la calidad de vida de una sociedad. Los indicadores relevantes para medir la calidad de vida y catalogar a una sociedad como evolucionada son: (i) los índices de reducción de la pobreza, de la marginalidad social y de la mortalidad infantil, (ii) el aumento de la esperanza media de vida, y (iii) de los niveles de nutrición, (iv) índices que miden la calidad y estabilidad del empleo, (v) la reducción de la desigualdad en la distribución de los ingresos (coeficiente de Gini y comparación de ingresos medios del decil más

4. Putnam, Robert: *Making Democracy Work: Civic Traditions in Modern Italy*, Princeton University Press, Princeton, 1993.

5. Al respecto, surge esta pregunta: en Argentina, ¿el estado, las políticas públicas y la dirigencia política de los últimos 50 años, contribuyeron a construir o a destruir el capital social del país?

bajo con el más alto), (vi) la existencia o no de mecanismos que promuevan el ascenso social y la igualdad de oportunidades entre los ciudadanos, (vii) los niveles alcanzados en educación y (viii) salud de la población reemplazando el concepto de gasto social por el de inversión en capital humano; (ix) índices de reducción de la corrupción tanto pública como privada (pues como conducta desviada no es patrimonio exclusivo del ámbito público), (x) la reducción en los índices de criminalidad y delincuencia, (xi) índices de participación ciudadana en la vida pública, (xii) índices del nivel de desarrollo de la cultura del asociativismo, del voluntarismo y la cooperación solidaria, por el fortalecimiento institucional tanto de las instituciones públicas como privadas, por la construcción de redes de cooperación entre instituciones públicas y privadas, por el nivel de la ética en los negocios y (xiii) el número de empresas que adoptan las metodologías de la responsabilidad social en su gestión, entre los más relevantes.

El capital social es un concepto que ha resurgido como respuesta a los fracasos de las ideas exclusivamente economicistas del desarrollo y al creciente divorcio entre ética y economía, resaltando la necesidad de incluir y rejerarquizar en este proceso, valores como la confianza interpersonal, la asociatividad, la cooperación, la conciencia cívica, la ética y los valores. El capital social contribuye a fortalecer los actores y las redes sociales (sociedad civil), y por tanto ayuda a que exista un sistema transparente y eficiente en la gestión pública en todos los niveles de gobierno (nación, provincia, municipios) y hace más eficiente la lucha contra la pobreza y la exclusión social, ya que en este nuevo enfoque, las políticas sociales dejan de ver a los pobres como un “objetos-problema” para convertirlos en actores protagónicos en la búsqueda de un mejor destino.

El concepto de Capital Social nos plantea la idea de que el desarrollo social sería una condición previa para alcanzar el estadio del desarrollo económico, en abierta contraposición a la sabiduría convencional que insiste en el orden de causalidad contraria, es decir, nos

propone retornar a las fuentes, a los orígenes, pues hay que recordar que la economía como disciplina científica nació hace 235 años en un libro de un profesor de filosofía moral de la Universidad de Glasgow como fue el escocés Adam Smith⁶ un camino del pensamiento, más próximo a la ética, contrapuesto a la tendencia actual de privilegiar la metodología del uso de modelos matemáticos en las ciencias sociales, que insiste en imitar la aplicación del método de las ciencias naturales. El enfoque ético y moral que necesariamente debe contener la economía, últimamente se ha concentrado en el estudio del capital social y del capital humano como los principales ingredientes para alcanzar no sólo una economía más desarrollada sino una sociedad mejor.

El capital social nos plantea una suerte de inversión cronológica en el proceso del pensamiento en materia de desarrollo: lo cualitativo precede a lo cuantitativo. Los países exitosos del primer mundo, nos enseñan que el desarrollo humano y el desarrollo institucional preceden al desarrollo material y no viceversa. Son las instituciones fuertes las que construyen y permiten arribar a una economía fuerte, y no al revés, ya que una economía en crecimiento no es sustentable si no es acompañada de un consenso público-privado (estado y sociedad civil), e instituciones sólidas y consolidadas.

Incluso países latinos y católicos como Italia y España, son hoy países desarrollados porque desde los años '70 privilegiaron el fortalecimiento de sus instituciones públicas y privadas, contradiciendo la clásica tesis del sociólogo alemán Max Weber de que el desarrollo del capitalismo - y por ende el alcanzar estadios avanzados de desarrollo material - era patrimonio exclusivo de sociedades anglosajonas caracterizadas por una ética protestante favorable a la acumulación y a la cultura del trabajo, dando a entender que en las sociedades católicas (u otras como la

6. Smith, Adam; 1976, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Oxford, Clarendon Press, original de 1776

musulmana) nunca podría alcanzarse el desarrollo económico.

En el centro de la visión alternativa a la teoría económica convencional, está la idea de que el capital humano y el capital social, son dos elementos mucho más importantes que el capital físico y el capital financiero para explicar por qué ciertas sociedades – especialmente las ubicadas en el norte de Europa - son las más evolucionadas y de más alta calidad de vida, como lo demuestran los estudios del Banco Mundial y los ranking de países, tales como el Índice de Desarrollo Humano de ONU que siempre destaca en los primeros puestos a: Noruega, Suecia, Islandia, Dinamarca, Finlandia, Canadá, Nueva Zelanda, o en el Ranking de Competitividad Mundial que anualmente elabora la Fundación suiza World Economic Forum a partir de estadísticas de más de 160 países, en el cual también siempre es liderado por países escandinavos, o los índices de nivel de corrupción de la Organización Transparencia Internacional que en el ranking de países con menor nivel de corrupción figuran nuevamente en los primeros puestos: Islandia, Finlandia, Nueva Zelanda, Dinamarca, Suecia, Noruega, Canadá, en ese orden. No es casualidad, entonces, que en tales países se observen productos per cápita muy elevados, superiores a u\$s 40.000 por habitante y por año.

IV. El Capital Social en Argentina

Según el reconocido economista y profesor italiano Stefano Zamagni⁷, la Argentina enfrenta hacia el futuro el desafío de consolidar su sociedad y su democracia sobre valores éticos extendidos a todos los ámbitos de la actividad humana. Se refiere al valor de la confianza y de la honestidad entre las personas como base fundamental para el progreso social. Zamagni propone un cambio de paradigma en el modo de pensar el crecimiento de un país: "Hoy sabemos que el desarrollo económico ya no está ligado sólo a la disponibilidad de recursos naturales, y/o a una buena posición

geográfica, sino que los factores decisivos son el capital institucional y social. Debe favorecerse el crecimiento de este tipo de capitales. Zamagni nos dice respecto a la Argentina que es un país con alto potencial para crecer. "Si analizamos la disponibilidad de los recursos naturales y el capital humano, la Argentina se ubica en los primeros lugares del mundo. Sin embargo, ese potencial no está explotado porque faltan capital institucional y capital social. Se requiere una trama de relaciones de confianza que hay que desarrollar", y prosigue señalando: "la decadencia de Argentina es explicable exactamente por la falta de acumulación de ese recurso inmaterial que, hoy, se suele llamar capital social y que corresponde justamente a la noción de "fe pública" de la que hablaba Genovesi, pues no es seguramente la falta de capital natural – Argentina tiene de todo: petróleo, mar rico en pesca, tierra fértil, recursos minerales– ni de capital humano –la población argentina es culturalmente homogénea, y sus niveles medios de instrucción son mas bien avanzados – sino lo que le falta a este gran país son la confianza y la reciprocidad, sin las cuales ninguna economía de mercado puede funcionar y menos prosperar".

Zamagni recuerda que hace dos siglos y medio, en su Discurso sobre la verdadera finalidad de las letras y de las ciencias (1754), verdadero manifiesto del iluminismo napolitano, Antonio Genovesi, a quién le habían asignado el año anterior la cátedra universitaria (¡la primera en el mundo!) de economía, se preguntaba porqué Nápoles, no obstante estar bien poblada, bien ubicada respecto a las exigencias de los tráficos comerciales de la época, bien dotada de intelectos y talentos, no fuera una "nación" desarrollada como las demás naciones del Norte de Europa. La respuesta que daba ese economista notable, era que Nápoles adolecía de un recurso particular: "el amor por el bien público", y decía: "el primer sostén, y el mas grande, de las sociedades civilizadas, es el amor por el bien público, que puede preservar a las sociedades de la misma manera que las ha construido. Las sociedades donde el bien privado reina y prevalece, donde ninguno de

⁷ Zamagni Stefano (2002), "Profecías no escuchadas: el caso dramático de Argentina", Univ. Luigi Bocconi, Bologna.

sus miembros se interesa por el amor del bien público, no sólo no pueden alcanzar riqueza y poder, sino que aunque logren alcanzarlos, son incapaces de mantener esta posición”.

Zamagni suele citar al profesor de Políticas Públicas de la Universidad de Harvard, Robert Putnam, que distingue dos tipos de capital social. El bonding (haciendo vínculos) está constituido por el conjunto de relaciones que se establecen entre personas de un mismo grupo social, como la familia, una asociación o una pequeña comunidad. Este tipo de capital crea confianza a corto plazo.

El bridging (haciendo puentes), en cambio, es el que se crea cuando personas que pertenecen a espacios diferentes llegan a establecer relaciones fuertes. Este tipo de capital social, según explica, genera la confianza generalizada que sirve para el progreso económico y social de un país. Un tercer tipo de capital social, es el linking (construyendo lazos, o eslabones de una cadena), "en el cual la sociedad civil organizada se vincula con las instituciones públicas para realizar iniciativas comunes".

Según su análisis, en Argentina, el capital social bonding es muy notable, ya que los lazos íntimos (familiares y de amistad) entre las personas son generalmente fuertes, pero el bridging es menos frecuente en nuestra sociedad y el linking es casi inexistente, salvo algunas excepciones. Desde su punto de vista "la sociedad civil y la clase política están separadas, incapaces de comunicarse, trabajar en equipo, diseñar políticas públicas consensuadas y desarrollar acciones conjuntas. Este es el verdadero estrangulamiento que impide a Argentina desarrollarse y progresar con todo su potencial".

En Argentina, esta falta de vínculos fluidos de cooperación entre la sociedad civil y la clase política explicaría la dificultad para alcanzar un modelo eficiente y sustentable de desarrollo con equidad social. Además, Argentina no llega a crear una sinergia entre estos cuatro actores: las universidades (el

sistema educativo y científico), las empresas (el sistema productivo), el estado (el sistema político), y las instituciones privadas de la sociedad civil (ONGs en general: sindicatos, iglesias, cámaras empresarias, asociaciones profesionales, clubes, entidades benéficas, etc)⁸.

V. Reflexiones Finales

La economía como ciencia, y con mayor o menor fortuna también las demás ciencias sociales, atraviesan en la actualidad una crisis de valores y paradigmas. Desde el punto de vista metodológico, la imitación exagerada en aplicar el método científico propio de las ciencias duras – por una cuestión de prestigio social y de status científico - las ha degradado a una "aritmética social" exenta de consideraciones éticas y de valores, que descartan además a un segundo plano de importancia a valiosas variables explicativas de los fenómenos sociales, como son los elementos que conforman el capital social.

Plantear un modelo de desarrollo basado en la existencia y promoción del capital social no es una aspiración teórica. Ya existe y es una realidad en una docena de países, mayoritariamente del norte de Europa: Noruega, Islandia, Suecia, Alemania, Holanda, Austria, Dinamarca, Finlandia, Suiza, Canadá, Australia, Nueva Zelanda, países éstos que tienen un elevado nivel de capital social, donde la clase media es el 90 % de la población, sociedades donde los ricos y los pobres existen pero son minorías numéricamente reducidas en la población total y conforman verdaderas excepciones como categorías sociales; países donde entre la sociedad civil y el Estado hay un contrato social – no escrito- de cooperación, consenso, respeto mutuo y no de confrontación; donde la corrupción tanto pública como privada es reducida y en algunos de esos países incluso casi inexistente; donde hay seguridad jurídica para todos y no sólo para los poderosos e influyentes, donde prevalece una inclusión

⁸ PNUD-BID (1998) "El capital social: hacia la construcción del índice de desarrollo de la sociedad civil de Argentina", Buenos Aires, septiembre.

social generalizada, donde hay continuidad en las políticas públicas y consenso en la construcción de objetivos de largo plazo, donde es normal en sus ámbitos empresarios que la mayoría de las empresas practiquen activamente la responsabilidad social y la ética en los negocios, donde hay transparencia en el gobierno y en la administración de todas las instituciones ya sean públicas o privadas, donde toda la población – salvo muy escasas excepciones- respetan y cumplen con las normas legales y sociales.

En síntesis, son estos ingredientes que definen al capital social, y son los más importantes para alcanzar estadios avanzados del desarrollo económico y social de una sociedad. A continuación se presentan datos del trabajo de investigación del Profesor J. E. Jorge, que aunque algunos están desactualizados pues pertenecen a la década de los años 90', nos dan una pauta cuantitativa del escaso nivel de presencia que tiene el capital social en nuestro país.

Cuadro N° 1

Argentina: Pertenencia y Trabajo Voluntario según Tipo de Organización 1991-1999 (en % sobre el total de la población)

Tipo de Organización	Pertenece		Trabaja	
	1991	1999	1991	1999
Religiosa	7,2	15,6	4,8	9,2
Educación y Cultura	5,9	9,1	3,9	3,8
Deportiva	5	7,6	1,8	2,6
Tercera Edad	2,4	4,8	1,9	2,7
Partido Político	s/d	4,5	0,9	3,0
Acción local	1,3	3,3	1,1	2,7
Juvenil	1,6	2,8	1,6	2,0
Sindicato	1,3	2,5	0,5	0,7
De la salud	1,7	2,4	1,6	2,1
Ecológica	0,3	2,2	0,2	1,4
Profesional	2,6	1,7	0,5	1,0
De la mujer	0,7	0,9	0,4	0,7
Derechos Humanos	0,4	0,5	0,2	0,3
Pacifista	0,2	0,0	0,1	0,2
Otra	2,9	4,0	2,3	2,0
Subtotal	23,3	42,4	15,7	23,4
No pertenece	76,7	57,6	84,3	76,6
Total	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Cálculos propios a partir de las Bases Argentina 1991 y 1999 de la Encuesta Mundial de Valores. (*) Diferencia respecto a 1991. Ver datos completos para los años 1984, 1991, 1995 y 1999 en los Cuadros A y B del Apéndice.

Cuadro N° 2

Comparación internacional de Participación en Organizaciones Voluntarias (1999-2004) (en % sobre el total de la población)

País	Pertenece a una Organización Voluntaria	Realiza Trabajo Voluntario
Argentina	42	24
Chile	49	43
México	43	36
Perú	55	45
Venezuela	57	s/d
Suecia	96	56
Dinamarca	84	37
Finlandia	80	38
España	29	16
Italia	42	26
Francia	39	26
Alemania	51	21
Gran Bretaña	34	43
Bélgica	68	36
Rusia	32	8
Rep. Checa	60	33
Hungría	29	15
Polonia	26	14
EEUU	90	68
Canadá	75	50
China	25	79
Japón	43	16
Filipinas	59	57
Promedio	53	36

Fuente: Cálculos propios a partir de la Base 1981-2004 de la Encuesta Mundial de Valores.

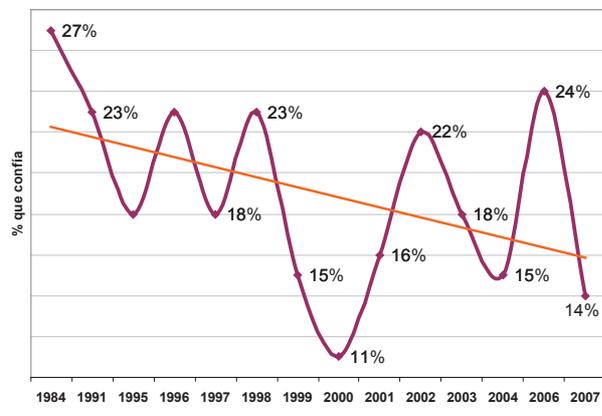
Cuadro N° 3

Confianza Interpersonal 1999-2004 (% de la población que confía en la mayoría de las personas)

País	%	País	%
Argentina	15	Gran Bretaña	30
Chile	23	Bélgica	31
México	21	Rusia	24
Perú	11	Rep. Checa	24
Venezuela	16	Hungría	22
Suecia	66	Polonia	19
Dinamarca	67	EEUU	36
Finlandia	58	Canadá	39
España	36	China	55
Italia	33	Japón	43
Francia	22	Filipinas	8
Alemania	35	Promedio	32

Fuente: Cálculos propios a partir de la Base 1981-2004 de la Encuesta Mundial de Valores

Gráfico N° 1
Evolución de la Confianza Interpersonal en
Argentina 1984-2007
(% de la población que confía "en la mayoría de las personas")



VI. Bibliografía

- JORGE J. E. (2008), "Radiografía del Capital Social en la Argentina", Univ. Nac. de La Plata.
- PNUD-BID (1998) "El capital social: hacia la construcción del índice de desarrollo de la sociedad civil de Argentina", Buenos Aires, septiembre.
- PUTNAM, ROBERT, (1993): Making Democracy Work: Civic Traditions in Modern Italy, Princeton University Press, Princeton.
- SMITH, ADAM; (1976), *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, Oxford, Clarendon Press, original de 1776.
- ZAMAGNI, STEFANO (2002), "Profecías no escuchadas: el caso dramático de Argentina", Univ. Luigi Bocconi, Bologna

Normas para el envío de trabajos

- 1- Los trabajos, sean artículos (informes de investigación teórica o empírica) o ensayos (reflexiones sobre aspectos de la economía), enviados para su publicación se remitirán a la Secretaría de la Revista en una copia en papel junto con un CD con el contenido íntegro del trabajo en formato Microsoft Word; o, en su defecto, a la dirección de correo electrónico instecon@eco.unc.edu.ar
- 2- La presentación de los trabajos será en hoja A4, fuentes Times New Roman 11, con interlineado de 1,5 líneas, y con encabezado y pie de página de 1,25 cm.
- 3- La extensión total de los trabajos no deberán exceder de 6000 a 6200 palabras aproximadamente (unas 20 páginas, incluidos cuadros y gráficos), aunque es conveniente una extensión máxima menor. A su vez, la dimensión mínima recomendable será de unas 2000 palabras (unas 7 páginas). En dicha extensión, nos reiteramos, se incluyen cuadros, figuras, referencias bibliográficas, anexos, etc. (Es de aclarar que cualquier extensión menor puede ser aceptada a criterio de la Dirección y del Comité Editorial).
- 4- Cada trabajo deberá ir precedido de una primera página que contenga el título del trabajo y su resumen en español (150 palabras aproximadamente), con palabras clave (entre dos y cinco).
- 5- Las Referencias bibliográficas irán al final del artículo en el epígrafe Referencias bibliográficas, ordenadas alfabéticamente por autores de acuerdo con el siguiente estilo: Artículos: (1) Apellidos e inicial de todos los autores (en minúsculas); (2) Año de publicación (entre paréntesis); (3) título completo del artículo (entre comillas); (4) título de la revista (en cursiva); (5) número de la revista; y, en su caso, el volumen; Ejemplo: Stigler, G.(1961): "The Economics of Information", Journal of Political Economy, Vol.69,N 3. Libros: (1) Apellidos e inicial de todos los autores (en minúsculas); (2) Año de publicación (entre paréntesis); (3) título completo del libro (en cursiva); (4) edición; (5) editorial; (6) lugar de publicación. Ejemplo: Graff, J. de V.(1967): Teoría de la economía del bienestar, Ed. Amorrortu, Buenos Aires.
- 6- De ser necesario, se utilizarán notas a pie de página que irán numeradas correlativamente y voladas sobre el texto. Su contenido será mecanografiado a espacio sencillo, en fuente Times New Roman 9.
- 7- Los cuadros, figuras, mapas, etc. pueden ir o no intercalados en el texto, a criterio del autor. Luego se realizará su edición al diagramar la publicación. Tendrán una calidad suficiente para su reproducción y han de acompañarse con un título suficientemente explicativo y con sus respectivas fuentes. Los cuadros, figuras, etc. irán numerados correlativamente (cuadro 1, cuadro 2, figura 1...) Los cuadros y figuras deberán incluirse de forma que puedan formatearse (no han de ir pegados como imagen).
- 8- Los recursos matemáticos y formalizaciones deben reducirse al máximo; y, en lo posible, ser evitados. Sin embargo, en caso de recurrirse a estos medios técnicos deben colocarse en un Apéndice al final; y de ser muy breve en nota al pie. Todo esto con el propósito de que el lector pueda acceder al artículo o ensayo sin recurrir a la lectura de las formalizaciones utilizadas.
- 9- Todos los trabajos recibidos serán leídos por la Secretaría o/y miembros del Comité Editorial con el propósito de eventuales sugerencias; y desde ya, para garantizar un nivel de calidad como es la norma tradicional en estos casos.

