

# VALUACIÓN DE ACCIONES

AUTOR: RANDALL MADRIGAL



San Marcos

## Contenido

INTRODUCCIÓN .....	2
CARACTERÍSTICAS Y NATURALEZA DEL CAPITAL CONTABLE O ACCIONARIO .....	2
EL MODELO DE DESCUENTO DE LOS DIVIDENDOS Y SUS PARÁMETROS.....	5
VALUACIÓN DE ACCIONES PREFERENTES Y ACCIONES COMUNES .....	6
LA RAZÓN PRECIO-UTILIDAD (P/U) Y LOS MERCADOS DE VALORES.....	8
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	10



## INTRODUCCIÓN

En lo que respecta al ámbito financiero, sobre todo internacional, es imprescindible reconocer las diferencias que existen entre capital patrimonial y capital de deuda ya que estas definen el costo asociado a cada fuente particular de financiamiento y su riesgo inherente.

Otro aspecto importante por el que se debe reconocer esas diferencias tiene que ver con el adecuado tratamiento fiscal que se debe aplicar según la fuente de capital.

## CARACTERÍSTICAS Y NATURALEZA DEL CAPITAL CONTABLE O ACCIONARIO

En este documento se continuará desarrollando el tema de valuación de valores; la mirada se dirige ahora al ámbito de las acciones, otro tipo de valor muy común en los mercados financieros. Una gran cantidad de inversionistas acuden a los mercados financieros para realizar transacciones relacionadas con ese tipo de activos financieros buscando opciones rentables que les permitan hacer crecer su capital. Para las empresas representa otra forma de captar recursos y poder financiar el crecimiento a largo plazo.

Debido a lo anterior se hace preponderante el comprender una serie de aspectos que giran en torno a las acciones, por tanto, como punto de partida, es esta sección, se estudiarán las características y la naturaleza del capital contable o accionario lo cual es de importancia para entender las diferencias que presenta en cuanto a la deuda.

El capital accionario o patrimonial representa una fuente de financiamiento a largo plazo al igual que los recursos provenientes de los bonos (deuda a largo plazo) pero se diferencian en varias cosas.

**LOS DERECHOS DE LOS TENEDORES DE CAPITAL PATRIMONIAL SOBRE LOS INGRESOS Y LOS ACTIVOS ESTÁN SUBORDINADOS A LOS DERECHOS DE LOS ACREEDORES.**

Tal vez la diferencia mas relevante tenga que ver con el hecho de que el financiamiento vía deuda se alcanza por medio de proveedores mientras que el capital accionario lo facilitan inversionistas, los cuales pasan a a ser dueños de una proporción de la compañía.

Un tenedor de bonos como prestamista de fondos que es (como se vio en la lectura de los bonos) posee un derecho

legal que implica que se le debe pagar la deuda y los cupones; por otro lado, un inversor solo tiene una promesa o expectativa de recibir un rédito (dividendo) por su aporte patrimonial en la empresa, rédito que dependerá del desempeño de la compañía.

Continuando con las diferencias entre acciones y deuda, se puede identificar también el derecho de toma de decisiones en el accionar de la empresa. Un acreedor o tenedor de bonos no tienen el derecho de voto en la administración, mientras que los accionistas pueden elegir a los dirigentes de la empresa y decidir en temas relevantes para el rumbo de la compañía.

Los derechos de los tenedores de capital patrimonial sobre los ingresos y los activos están subordinados a los derechos de los acreedores. Esto significa que sus derechos sobre los ingresos no se pueden hacer válidos antes de satisfacer los derechos de todos los acreedores, incluyendo los intereses y los pagos programados de principal. Después de satisfacer tales derechos, el consejo directivo de la empresa decide si distribuye los dividendos a los propietarios. (Gitman y Zutter, 2016, p.248)

Lo que mencionan Gitman y Zutter tiene que ver con una tercera diferencia la cual radica en el derecho legal de los acreedores de deuda de recibir su pago. Por tal motivo el derecho que tienen los accionistas sobre los activos de la empresa y los ingresos que se generan de la operación, tiene subordinación a los derechos de los acreedores; es decir si por alguna razón la empresa entra en proceso de bancarrota los activos deberán venderse y lo obtenido por esa venta se distribuirá teniendo como prioridad a los acreedores antes que los accionistas.

Una cuarta diferencia entre los bonos y las acciones es que estas últimas no tienen un vencimiento, son una forma permanente de financiamiento a lo largo de la vida de la empresa.

Finalmente, una quinta diferencia se relaciona con el tratamiento fiscal; los intereses de deuda son gastos deducibles de impuestos por lo que generan un escudo fiscal al reducir el costo del financiamiento. En tanto los pagos de dividendos a los accionistas no son deducibles de impuesto.

Una compañía debería contar con al menos un tipo de capital accionario, llámense estas acciones comunes, sin embargo, existen empresas que pueden también contar con acciones preferentes. A continuación, se revisarán aspectos de cada una de ellas.

Por lo general se hace referencia a los accionistas comunes como a los “dueños” de la empresa, debido a que tienen ciertos derechos y privilegios asociados con la propiedad. Dichos accionistas tienen derecho a cualquier utilidad resultante después del pago de intereses a los tenedores de bonos y de dividendos a los accionistas preferentes. Debido a que la deuda y las acciones preferentes son títulos de “pago fijo”, los accionistas comunes no tienen que compartir las utilidades que sean superiores a las cantidades que la empresa está obligada a pagar a los tenedores de obligaciones y a los accionistas preferentes; en consecuencia, se benefician cuando a la empresa le va bien. Sin embargo, cuando una empresa tiene un desempeño deficiente, los pagos que se les adeudan a los tenedores de obligaciones y a los accionistas preferentes no cambian. En tal caso, el pago de las obligaciones financieras fijas “obligatorias” podría reducir el capital común de los accionistas (dueños). Por tanto, son los accionistas comunes sobre quienes recae la mayor parte del riesgo asociado con las operaciones de una empresa. (Besley y Brigham, 2016, p.253)

Se podría indicar que los verdaderos dueños de una compañía son los accionistas comunes ya que a ellos pertenece todo lo que genere la empresa una vez cumplidas todas las obligaciones, pero también corren con el riesgo más grande ya que como se vio previamente, son los

últimos en recibir ingresos en caso de que la empresa quiebre; y por eso esperan una compensación acorde con ese riesgo en forma de dividendos los cuales dependerán del desempeño de la empresa. El valor a la par de una acción es un valor establecido para efectos legales y contables en los estatutos de la compañía y por lo general es muy bajo por lo que no guarda relación con el valor de mercado. Otro aspecto relevante para mencionar es que las acciones otorgan al accionista derecho al voto en la elección de la junta directiva y a diversos temas especiales que afectan a la empresa.

La acción preferente difiere de la común porque tiene preferencia en cuanto al pago de dividendos y, en caso de liquidación, sobre la distribución de los activos de la corporación. Preferencia solo significa que los titulares de esas acciones deben recibir un dividendo (en el caso de una empresa funcionando) antes que los propietarios de acciones comunes tengan derecho a algo.

Desde un punto de vista legal y fiscal, una acción preferente es una forma de capital accionario, aunque es importante tomar en cuenta que los propietarios de una acción preferente a veces no tienen privilegios de voto. (Ross, Westerfield y Jordan, 2018, p.249)

Para complementar la definición de acción preferente es importante el hecho de que los accionistas preferentes reciben la promesa de obtener un pago fijo de manera periódica (dividendo), definido ya sea de manera porcentual o como un monto específico. Al representar un pago fijo y periódico, las acciones preferentes se asemejan a la deuda, pero se diferencian de ella debido a que no tienen fecha de vencimiento. En cuanto a su diferencia con los accionistas comunes, los accionistas preferentes tienen prioridad sobre ellos en la distribución de los activos en caso de que la empresa entre en bancarrota, lo que significa que están expuestos a menor riesgo. Los accionistas preferentes por lo general no tienen derecho de voto; pero, en ocasiones se les permite participar en la elección de un miembro de la junta directiva.

## **EL MODELO DE DESCUENTO DE LOS DIVIDENDOS Y SUS PARÁMETROS**



En esta sección se tendrá oportunidad, una vez más, de ver la aplicación práctica de las técnicas de valor del dinero en el tiempo, en el procedimiento para valuación de acciones comunes y preferentes. La idea es presentar un modelo general de valoración de acciones que se puede aplicar a distintos escenarios.

Como todo activo, una acción ofrece un flujo de efectivo a futuro y por lo tanto su valor estará representado por el valor presente de sus flujos de efectivo. Ahora bien, los flujos esperados de una acción consisten, por un lado, de un dividendo esperado y, por otro lado, del precio que esperan recibir cuando vendan las acciones. Con respecto al precio, es importante mencionar que este incluye el rendimiento inicial de la inversión hecha, más una ganancia de capital si

**COMO TODO ACTIVO, UNA ACCIÓN OFRECE UN FLUJO DE EFECTIVO A FUTURO Y POR LO TANTO SU VALOR ESTARÁ REPRESENTADO POR EL VALOR PRESENTE DE SUS FLUJOS DE EFECTIVO.**

vende a un precio mayor al que pagó originalmente (o pérdida si vendió a un precio menor).

Para calcular el valor de una acción, se usa un modelo básico que está representado por la ecuación de la figura #1.

**Figura #1. Ecuación para calcular el valor de una acción**

$$P_0 = \frac{D_1}{(1 + k_s)^1} + \frac{D_2}{(1 + k_s)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1 + k_s)^\infty}$$

donde

$P_0$  = valor de acciones comunes

$D_t$  = dividendo por acción *esperado* al final del año  $t$

$k_s$  = rendimiento requerido de acciones comunes

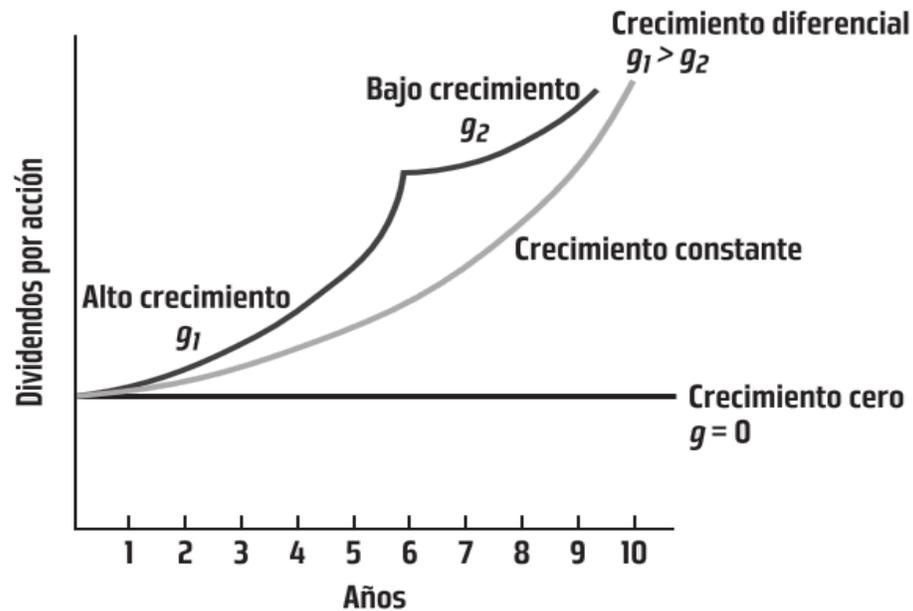
Fuente: Gitman y Zutter (2020)

$D_t$  puede ser constante, fluctuar de manera aleatoria, aumentar o disminuir.

## VALUACIÓN DE ACCIONES PREFERENTES Y ACCIONES COMUNES

De la sección anterior se concluye que el modelo básico de valoración de acciones está sujeto a los valores que  $D_t$  pueda tomar y por lo tanto la aplicación del modelo se puede ajustar a que los dividendos sigan un comportamiento específico que de acuerdo con la figura #2 puede ser de crecimiento cero, de crecimiento constante o de crecimiento diferencial.

**Figura #2. Patrón de crecimiento de los dividendos**



Modelos de crecimiento de los dividendos

$$\text{Crecimiento cero: } P_0 = \frac{\text{Div}}{R}$$

$$\text{Crecimiento constante: } P_0 = \frac{\text{Div}}{R - g}$$

$$\text{Crecimiento diferencial: } P_0 = \sum_{t=1}^T \frac{\text{Div}(1 + g_1)^t}{(1 + R)^t} + \frac{\text{Div}_{T+1}}{R - g_2} \times \frac{1}{(1 + R)^T}$$

Fuente: Ross et al (2018)

Para entender la aplicación del modelo, se procederá con la ejemplificación para el caso de valoración de acciones con crecimiento cero el cuál es el método más sencillo porque supone un flujo constante que no crece y se está por lo tanto ante una perpetuidad.

Supongase que se espera que una acción pague siempre un dividendo de \$1.80 y que la tasa de rendimiento requerida es del 15%. El valor de

la acción estaría dado por la fórmula que se estudió en la lectura del valor del dinero en el tiempo donde se vio que  $VP = FE \div i$  y por lo tanto  $P_0 = \$1.80 \div 0.15 = \$12$ .

Una vez calculado el dato anterior, se puede calcular la tasa de rendimiento esperada despejando la ecuación y entonces se obtiene que tasa de rendimiento esperada es igual a  $D \div P_0 = \$1.80 \div \$12 = 15\%$ .

El lector debe hacer la lectura de las páginas de la 261 a la 268 del libro Fundamentos de administración financiera de Besley & Brigham que se encuentra en eLibro, para entender la aplicación del modelo de valuación de acciones para los otros 2 casos.  
<https://elibro.net/es/ereader/usanmarcos/93257?page=278>

## LA RAZÓN PRECIO-UTILIDAD (P/U) Y LOS MERCADOS DE VALORES

Algunos analistas usan el método del múltiplo del mercado para calcular el valor de una empresa meta. El primer paso es identificar a un grupo de empresas comparables. El segundo paso es calcular, para cada empresa comparable, la razón de su valor de mercado observado utilizando una medida o métrica particular, que puede ser la utilidad neta, la utilidad por acción, las ventas el valor en libros, el número de suscriptores o cualquier otra métrica que se aplique a la empresa meta y a las comparables. Esta razón se conoce como “múltiplo del mercado”. Para calcular el valor de mercado de la empresa meta, el analista multiplicaría la métrica de la meta por el múltiplo promedio del mercado de empresas comparables. (Brigham y Ehrhardt, 2018, p.328)

Para ilustrar el concepto anterior, supóngase que un analista financiero quiere estimar el valor de las acciones de una empresa mediante el método de múltiplos Precio-Utilidad. El analista calcula que el próximo año la empresa ganará \$7.70 por acción y que la razón Precio-Utilidad promedio para la industria donde opera la empresa es de 12.

De acuerdo con los datos anteriores el valor de la acción estará dado por  $\$5.50 \times 10 = \$55$ .

¿Se puede concluir generalizadamente que el valor de la acción de la empresa es de \$55? Este valor no es la respuesta única que se podría obtener ya que la respuesta depende de los supuestos que se definan y los cálculos empleados. Gran cantidad de analistas de valores utilizan diferentes modelos para la valoración de acciones.

El método de los múltiplos P/G es un modo rápido y fácil de calcular el precio de las acciones. Sin embargo, las relaciones P/G varían ampliamente con el tiempo. En 1980 la acción promedio tenía una relación P/G por debajo de 9, pero para el año 2000, la relación había subido por arriba de 40. Por consiguiente, los analistas que usaron el enfoque P/G en la década de 1980 obtuvieron estimaciones del valor mucho más bajas que los analistas que usaron el modelo 20 años después. En otras palabras, cuando se usa este enfoque para estimar el valor de las acciones, dicha estimación dependerá más de si el valor de mercado de las acciones es alto o bajo, y no de si una compañía en particular se está desempeñando bien o no. (Gitman y Zutter, 2016, p.271)

Como se puede observar, el método de los múltiplos Precio-Utilidad (P/U), es una manera sencilla y rápida de estimar el precio de una acción, pero tiene sus desventajas. Su utilidad se evidencia en la valoración de compañías que no cotizan en bolsa, pero también se puede aplicar para empresas que si lo están.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Besley, S.; Brigham, E. (2016). Fundamentos de Administración financiera. Mexico, Cengage Learning Editores, S.A. de C.V.

Brigham, E.F.; Ehrhardt, M.C. (2018). Finanzas Corporativas. Mexico, Cengage Learning Editores, S.A. de C.V.

Gitman J., Lawrence; Zutter J., Chad (2016). Principios de Administración Financiera. México, Pearson Educación.

Ross A., Stephen; Westerfield, W., Randolph; Jaffe F., Jeffrey; Jordan D., Bradford (2018). Finanzas Corporativas. México, McGraw-Hill.

Ross A., Stephen; Westerfield, W., Randolph; Jordan D., Bradford (2018). Fundamentos de Finanzas Corporativas. México, McGraw-Hill.



[www.usanmarcos.ac.cr](http://www.usanmarcos.ac.cr)

San José, Costa Rica