

**UNIVERSIDAD DEL CEMA**  
**Buenos Aires**  
**Argentina**

Serie  
**DOCUMENTOS DE TRABAJO**

**Área: Finanzas y Negocios**

**UNA APROXIMACIÓN AL IMPACTO DEL  
“EFECTO PORTAFOLIO” EN LOS RESULTADOS  
DE UNA MUESTRA DE EMPRESAS COTIZANTES**

**José Pablo Dapena y Patricio Villavicencio**

**Diciembre 2013**  
**Nro. 530**

ISBN 978-987-1062-92-8  
Queda hecho el depósito que marca la Ley 11.723  
Copyright – UNIVERSIDAD DEL CEMA

**[www.cema.edu.ar/publicaciones/doc\\_trabajo.html](http://www.cema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.html)**  
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina  
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)  
Editor: Jorge M. Streb; asistente editorial: Valeria Dowding <jae@cema.edu.ar>

Dapena, José Pablo

Una aproximación al impacto del efecto portafolio en los resultados de una muestra de empresas cotizantes. - 1a ed. - Buenos Aires : Universidad del CEMA, 2013.

15 p. ; 22x15 cm.

ISBN 978-987-1062-92-8

1. Finanzas. 2. Enseñanza Universitaria. I. Título  
CDD 332.711

Fecha de catalogación: 23/12/2013

# UNA APROXIMACIÓN AL IMPACTO DEL “EFECTO PORTAFOLIO” EN LOS RESULTADOS DE UNA MUESTRA DE EMPRESAS COTIZANTES

José Pablo Dapena y Patricio Villavicencio\*  
UNIVERSIDAD DEL CEMA  
2013

## Resumen

Contextos inflacionarios pueden dar lugar a fuentes de ganancias o renta que no se encuentran directamente vinculadas a los aspectos operativos del foco de negocios de una firma sino más bien a los aspectos financieros, y que surgen de la administración del portafolio de activos y pasivos de la empresa.

Esta renta financiera puede provenir del efecto de la inflación en los activos y pasivos monetarios, de intereses financieros por créditos a los clientes, y del efecto de la tenencia por apreciación o depreciación relativa del valor de bienes con precios propios respecto de la inflación.

En el presente trabajo resumimos los principales aspectos del “efecto portafolio” y procedemos a estimar el monto de dicho efecto para un conjunto de seis empresas cotizantes en el mercado local de capitales a partir de la información contenida en los balances por el período 2012.

**JEL:** N2, O1, G00.

**Palabras claves:** Finanzas corporativas, Gestión financiera, Inflación, Costo del capital, Portafolio de inversión, Efectos de tenencia y devaluación.

---

\* Las opiniones expresadas en este artículo son de los autores y no necesariamente reflejan las de la Universidad del CEMA. Todos los errores son de nuestra responsabilidad.

## **I. Introducción**

Las empresas obtienen renta de la aplicación de recursos dirigidos hacia la consecución de su objeto social de negocios, y esa renta es evaluada a la luz del capital invertido y del costo de oportunidad del mismo. Este esquema es estándar y simple de entender cuando las variables macroeconómicas de la economía, y en especial la evolución del índice de precios o inflación, se encuentran en niveles bajos y estables, y cuando existe acceso a los mercados de créditos. En dicho contexto la empresa es más o menos eficiente basada en sus márgenes operativos y en relación al capital invertido.

Dicha comparación se vuelve más compleja cuando existen niveles de inflación significativos y cuando el acceso a los mercados financieros se encuentra restringido, que provocan dos efectos: que la inflación y el cambio en los precios relativos de lugar a rentas de capital; y que las empresas se transformen en acreedoras financieras de sus clientes cuando los mismos no tienen acceso al crédito.<sup>1</sup>

El objetivo del presente trabajo es evaluar la importancia relativa en las ganancias de las empresas de los resultados provenientes de esta situación, y avanzar un paso adicional en la línea de Dapena (2013), proponiendo que en entornos inflacionarios y de inestabilidad en los precios relativos, la gestión financiera y de administración de activos y pasivos de la empresa adquiere una importante dimensión adicional en la generación de renta que excede los aspectos operativos del negocio en función de su objeto social, proporcionando a todas las empresas independientemente de su objetivos empresariales, un componente financiero de negocios similar a la intermediación financiera y a las inversiones, que necesita ser evaluado, medido e incorporado y que de denomina “efecto portafolio” o renta financiera.

Es por ello que la propuesta del presente trabajo apunta a resaltar que la administración activa de los activos y pasivos de la empresa (de manera similar a la que procede un administrador de portafolio de instrumentos financieros y/o un intermediador financiero) puede dar lugar a renta financiera que sea significativa, y a medir dicho monto en base a información pública.

## **II. El enfoque de portafolio en la gestión de finanzas corporativas**

### **a. Fuentes de renta en la gestión de empresas**

En Dapena (2013) mencionamos que la renta que genera un proyecto de negocios o una empresa se divide en su origen en renta operativa y renta financiera.

---

<sup>1</sup> Inclusive genera distorsiones reales cuando los cálculos de impuestos, y en especial el impuesto a las ganancias, no se realiza sobre una base imponible de moneda homogénea. Si por ejemplo las amortizaciones se encuentran calculadas sobre valores históricos de los activos, el resultado corriente se encuentra sobreestimando el resultado en términos reales, y la tasa impositiva efectiva de impuesto a las ganancias termina siendo más alta que la tasa nominal. Sin embargo, tiene a favor que existe un diferimiento impositivo del impuesto a las ganancias sobre los resultados por tenencia, pero se hace difícil sostener que alcance a compensar el perjuicio descripto.

$$RENTA\ TOTAL\ (RT) = RENTA\ OPERATIVA\ (RO) + RENTA\ FINANCIERA\ (RF) \quad [1]$$

La renta operativa RO es la renta que obtiene la firma como consecuencia de realizar actividades de negocios vinculadas a su objeto social, y surge de la diferencia entre ingresos y gastos operativos (margen de ganancias) que neto de impuestos y necesidades de reinversión (en capital de trabajo o gastos de capital) es comparado con la inmovilización de recursos (inversión) para evaluar la creación de valor.

La generación de renta financiera RF no se encuentra relacionada directamente con el objeto social y de negocios de la firma, y proviene de:

- el efecto de la inflación en el valor real de activos y pasivos monetarios (efecto inflación = EINF);
- el resultado de la tenencia de activos y pasivos con procesos propios de actualización a través de sus precios (efecto tenencia = ET por efectos del tipo de cambio en activos y pasivos en moneda extranjera, y por efectos del cambio de precios de inventarios en activos y pasivos, y de tenencias de ciertos instrumentos financieros con procesos de precios propios tales como acciones).
- de los intereses obtenidos por créditos a clientes y colocaciones financieras (efecto intereses = EINT)

$$RF = EINF + ET + EINT \quad [2]$$

De donde se obtiene el siguiente esquema de generación y reparto de renta:

+ Ventas o Ingresos operativos	}	Renta operativa
- Gastos operativos erogables		
- Gastos operativos no erogables		
= Renta operativa	}	Renta financiera o "efecto portafolio"
- Impuesto a las ganancias <sup>2</sup>		
± Renta por exposición a la inflación		
± Renta por tenencia	}	Costos financieros
± Renta por intereses activos		
- Intereses pasivos hacia acreedores	}	
= Renta hacia los accionistas		

En entornos económicos estables, la renta surge principalmente de los aspectos operativos, mientras que la renta proveniente de los aspectos financieros por exposición a la inflación, tenencia o intereses financieros activos es casi nula.

Sin embargo cuando la economía donde se llevan adelante los negocios es inestable y con fluctuaciones de precios e inflación, y con restricciones de acceso a los mercados de crédito, el desafío de gestión de negocios cambia para darle una mayor relevancia a los aspectos de inversiones financieras e intermediación financiera dentro de la ecuación total. Estos elementos son los que dan lugar a lo que denominamos "efecto portafolio"

<sup>2</sup> El impuesto a las ganancias se calcula directamente sobre las ganancias operativas ya que el beneficio o escudo fiscal (*tax shield*) se encuentra incorporado en el cálculo del costo del capital.

(que en entornos con estabilidad de precios es casi nulo), y que se originan en la administración del portafolio de activos y pasivos de la empresa por parte del *management*, de manera análoga a un administrador de portafolio de instrumentos financieros.

El enfoque de portafolio de la hoja de balance de una firma describe la conformación del portafolio de inversiones totales de la firma, siendo sus componentes *long* o “comprados”:

A = Activos monetarios (disponibilidades, depósitos bancarios, créditos a clientes, etc.)  
+ activos con precios propios (moneda extranjera, acciones e inventarios, inmuebles)  
+ activos que ajustan precios por inflación general o por cotización de mercado (inmuebles, rodados, etc.)<sup>3</sup>.

Donde se expone que los activos también pueden generar intereses financieros en la forma de créditos a clientes, depósitos bancarios a plazo, tenencia de bonos, etc. O ganancias por renta (tales como alquileres en el caso de inmuebles).

Los componentes *short* o “vendidos” de la hoja de balance de la empresa o firma serían:

P = Pasivos o apalancamiento (P) por

- deudas fiscales,
- previsionales,
- laborales,
- comerciales,
- financieras,
- etc.<sup>4</sup>

PN = Patrimonio de los accionistas pueden ser clasificados también con la misma categorización.

Tal como mencionamos en el punto anterior, al activo de trabajo o corriente se le deduce el pasivo de trabajo o corriente, y de acuerdo a lo que expresamos previamente en nota al pie #4, donde entendemos el pasivo corriente como pasivo gratuito, para obtener el capital de trabajo.

El “efecto portafolio” proviene de la renta financiera que genera la combinación del portafolio de activos y pasivos dentro de la firma (la renta que proviene entre lo “comprado” y lo “vendido”).

## **b. Fuentes de renta financiera en la firma o “efecto portafolio”**

---

<sup>3</sup> Hacemos la mención que tanto los inmuebles como otro tipo de bienes tales como rodados pueden dar lugar a resultados por tenencia cuando su precio de mercado sube o baja de manera relativa al índice inflacionario tomado como referencia.

<sup>4</sup> Recordemos que los intereses pasivos por deudas se encuentran incorporados dentro del costo del capital y no forman parte del “efecto intereses” dentro de los resultados del portafolio de inversiones.

En contextos de inestabilidad de precios y complicaciones en los mercados financieros pueden darse situaciones donde la renta operativa no sea significativa, lo cual en contextos de inflación normal es ineficiente, pero que sin embargo con inflación a través del manejo de la cartera de activos y pasivos que hacer el responsable de finanzas, esa renta operativa sea complementada con renta que proviene de los intereses activos y pasivos, con renta que proviene del calce entre activos y pasivos monetarios, y con renta que proviene del calce entre activos y pasivos en moneda extranjera en contextos de devaluación. A continuación repasaremos la manera de cálculo de cada uno de ellos<sup>5</sup>.

### 1. Efecto Inflación: Activos y Pasivos Monetarios

El cálculo de la incidencia del “efecto inflación (EINF)” dentro del “efecto portafolio” provendrá del calce o tenencia relativa entre los activos monetarios y pasivos monetarios durante el período de análisis. Si la tenencia promedio de activos monetarios es mayor a la tenencia promedio de pasivos monetarios, el efecto portafolio es negativo para el tenedor, ya que lo que gana en promedio por la licuación de los pasivos monetarios por efecto de la inflación, lo pierde más que en exceso por la tenencia de activos monetarios. Distinto es el caso si sucede lo contrario, donde la tenencia promedio de pasivos monetarios supera la de activos monetarios. Una aproximación de cálculo puede darse a través de la siguiente fórmula

La fórmula de aproximación de cálculo a utilizar será:

$$-EINF = \overline{CM} * \frac{\pi}{1+\pi} \quad [3]$$

Donde  $\pi$  representa la tasa de inflación relevante del período bajo consideración, y  $CM$  representa el calce promedio de activos monetarios respecto de los pasivos monetarios para un período bajo análisis.

### 2. Efecto Tenencia: Activos y Pasivos con Ajuste Propio de Precios

El segundo componente que integra la renta financiera en lo que denominamos el “efecto portafolio” viene dado por el efecto de la tenencia de activos y pasivos que poseen mecanismos de ajuste de precios propios (tales como activos y pasivos denominados en moneda extranjera, acciones y otros instrumentos financieros, e inventarios). De manera similar a la diferencia entre activos y pasivos monetarios y no monetarios donde la inflación provoca un cambio en los precios relativos entre bienes monetarios y no monetarios, y por ende genera efectos de ganancias o pérdidas (que se encuentra incluido en el “efecto portafolio” que estamos describiendo) entre los activos y pasivos que poseen precios propios (porque tienen variable de ajuste de precios tales como el tipo de cambios en activos y pasivos denominados en moneda extranjera, o precio de ventas en el caso de inventarios), en este tipo de activos o pasivos la ganancia o pérdida proviene de la diferencia en el cambio de su precio con respecto a la evolución del índice general de precios (inflación).

---

<sup>5</sup> En este punto trataremos el cálculo del “efecto portafolio” de manera aproximada, siendo que el cálculo exacto requiere de la aplicación de los lineamientos técnicos contables expuestos en la Resolución Técnica FACPCE Nro. 6) y posteriores (ver Lazzati 1992-1998) para su adecuada re-expresión y determinación de resultados.

En este caso el “efecto portafolio” que da lugar a la tenencia proviene:

- del calce promedio entre los activos y pasivos denominados en moneda extranjera y de la evolución relativa del tipo de cambio respecto de la inflación;
- del calce promedio de inventarios (ajustado por pasivos cuyo valor se ajusta por el precio de costo de inventarios) y de la evolución relativa del precio de costo de los bienes de cambio respecto de la inflación;
- de las tenencias promedios de instrumentos financieros con cotización pública y de la evolución relativa en el período bajo análisis del precio de estos instrumentos y de la tasa de inflación;
- del calce promedio de activos y pasivos de largo plazo con cotización propia de precios (tales como inmuebles, rodados, etc.)<sup>6</sup>

El procedimiento de cálculo del “efecto tenencia (ET)” es similar a la descrita para el efecto inflación en el punto anterior, salvo que en lugar de considerar activos y pasivos monetarios y tasa de inflación, se utiliza activos y pasivos que poseen ajuste de precios propios que denominaremos AE y PE respectivamente. La variable de ajuste de precios propia (modificaciones en el tipo de cambio para activos y pasivos en moneda extranjera, variaciones de precios de costo para inventarios y pasivos asociados, y variaciones de precio de cotización para instrumentos de cotización pública como acciones) la denominaremos  $e$ .

$$ET = \overline{CE} * \frac{(e-\pi)}{1+\pi} \quad [4]$$

Donde  $e$  representa la tasa de cambio en el precio del activo y pasivos con ajuste propio de precios,  $\pi$  representa la tasa de inflación, ambas medidas para el período bajo análisis, y CE representa el calce promedio entre activos y pasivos con cláusula o variación de precios propia. El efecto tenencia será positivo (ganancia) en la medida que el  $e > \pi$  y CE promedio sea mayor que cero.

### 3. Efecto Intereses : Activos que generan intereses financieros

Finalmente dentro de los elementos que consideramos a los efectos de la medición de renta financiera por “efecto portafolio” en la gestión de la empresa, incluimos los intereses financieros que se cobran principalmente en los créditos a clientes.

## III. Una aproximación al valor del “efecto portafolio” en empresas cotizantes

---

<sup>6</sup> No se debe perder de vista que de acuerdo a los lineamientos técnicos de exposición contable el valor ajustado de estos bienes nunca debe exceder el valor líquido de recupero del bien, de manera de evitar contabilizar ganancias por tenencia que resultan artificiales y que al momento de hacer efectiva esas ganancias no se logran los precios de referencia considerados.

Habiendo descripto los componentes del “efecto portafolio” y de una manera aproximada de cálculo del mismo, en el presente capítulo procederemos a aplicar la metodología a un conjunto de empresas seleccionadas a los efectos de mensurar el monto y la representatividad de dicho valor respecto de las ganancias operativas de dichas empresas.

#### **a. Descripción de las empresas seleccionadas**

Las siguientes empresas son las seleccionadas a los efectos de cálculo. Incluye empresas de servicios, industriales, de alimentos y de telecomunicaciones.

##### **TELECOM:**

El Grupo Telecom ofrece a sus clientes servicios de comunicaciones a través de sus segmentos de negocio de (i) telefonía fija (que ofrece comunicaciones, servicios suplementarios, interconexión a otros operadores, transmisión de datos, servicios de Internet y servicios de tercerización de soluciones informáticas), y (ii) telefonía móvil (servicios de comunicaciones móviles e internet móvil; y venta de dispositivos de comunicación móvil).

##### **MIRGOR:**

Mirgor es una compañía dedicada a la fabricación de equipos de aire acondicionado para el sector automotriz, y a través de sus sociedades controladas, también se dedica a la fabricación y comercialización de equipos de aire acondicionado para uso residencial, microondas, televisores color, equipos de audio y video, y equipos de telefonía celular entre otras actividades.

##### **PETROBRAS**

Petrobras Argentina es una compañía cuyos negocios se concentran principalmente en el sector energético, más específicamente en la exploración y producción de petróleo y gas, refinación y distribución, petroquímica, electricidad y comercialización y transporte de hidrocarburos.

##### **MOLINOS**

Molinos Río de la Plata es una compañía relacionadas con el sector alimenticio, que realiza actividades principalmente de (i) industrialización y comercialización de todo tipo de productos alimenticios (principalmente aceites comestibles, pastas secas, congelados, harina fraccionada, vienas, yerba y arroz), y (ii) molienda y exportación de productos y subproductos derivados de la soja y el girasol.

##### **SIDERAR**

Siderar es una compañía cuya actividad principal consiste en la producción de aceros planos principalmente para el mercado local, aunque también accede minoritariamente a los mercados externos, fundamentalmente a través de países limítrofes.

##### **LONGVIE**

Longvie es una compañía con más de 90 años de trayectoria, abocada a la fabricación y comercialización de electrodomésticos aplicados a la cocción de alimento, purificación del aire, calentamiento de agua, calefacción y lavado de ropa.

## b. Información Contenida en los Estados Contables

En el presenta apartado se exponen las cifras contables que surgen de los Estados Contables de las empresas mencionadas para el ejercicio 2011 y 2012. La situación patrimonial de cada empresa se encuentra agrupada en lo que respecta a activos en:

- Activos monetarios
- Activos con ajuste propio (moneda extranjera, acciones, etc.)
- Activos reales no monetarios.

De similar manera procedemos a los efectos del cálculo de los pasivos y patrimonio neto, agrupando en:

- Pasivos monetarios
- Pasivos con ajuste propio (moneda extranjera, acciones, etc.)
- Pasivos reales o no monetarios.
- Patrimonio neto.

Las cifras se encuentran expuestas en el siguiente cuadro<sup>7</sup>.

**Cuadro 1**

<b>Telecom</b>		<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Activos Monetarios	5.048	6.627	Pasivos Monetarios	6.182	6.644
Activos con Ajuste propio	-	-	- Pasivos con Ajuste propio	977	1.007
Activos No Monetarios	8.783	9.668	Pasivos Reales		
			Patrimonio Neto	6.677	8.644
	13.831	16.295		13.831	16.295
		-			-
<b>MIRGOR</b>		<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Activos Monetarios	325	391	Pasivos Monetarios	133	212
Activos con Ajuste propio	474	579	Pasivos con Ajuste propio	938	837
Activos No Monetarios	615	566	Pasivos Reales		
			Patrimonio Neto	294	445
	1.365	1.488		1.365	1.488
<b>PESA</b>		<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Activos Monetarios	2.084	3.325	Pasivos Monetarios	2.646	2.930
Activos con Ajuste propio	3.177	2.000	Pasivos con Ajuste propio	4.352	5.347
Activos No Monetarios	12.080	13.522	Pasivos Reales		
			Patrimonio Neto	10.343	10.570
	17.341	18.847		17.341	18.847
		-			-
<b>MOLI</b>		<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Activos Monetarios	1.642	1.965	Pasivos Monetarios	1.492	1.813
Activos con Ajuste propio	1.086	1.001	Pasivos con Ajuste propio	3.198	4.139
Activos No Monetarios	3.102	4.014	Pasivos Reales		
			Patrimonio Neto	1.140	1.026
	5.830	6.978		5.830	6.978

<sup>7</sup> Ver Anexo 1 para la totalidad de los datos de fuente.

ERAR		2011		2012		2011		2012	
Activos Monetarios	2.167	930		Pasivos Monetarios	2.268		2.189		
Activos con Ajuste propio	4.651	6.974		Pasivos con Ajuste propio	7.763		3.404		
Activos No Monetarios	9.105	9.571		Pasivos Reales					
				Patrimonio Neto	10.891		11.833		
	15.923	17.425			15.923		17.425		
LONG		2011		2012		2011		2012	
Activos Monetarios	95	82		Pasivos Monetarios	71	68			
Activos con Ajuste propio	11	15		Pasivos con Ajuste propio	30	43			
Activos No Monetarios	105	136		Pasivos Reales					
				Patrimonio Neto	111	123			
	212	234			212	234			

Por otro lado exponemos las cifras referidas a resultados operativos de las empresas, impuesto a las ganancias y resultados financieros pasivos.

**Cuadro 2**

Empresa	TECO	MIRGOR	PESA	MOLI	ERAR	LONG
Resultado Operativo	3.966,0	243,7	1.232,0	344,7	1.070,7	23,3
Impuesto a las ganancias	-272,0	-2,0	-492,0	-10,8	-318,4	-8,9
<b>Resultados Operativos Neto</b>	<b>3.694,0</b>	<b>241,6</b>	<b>740,0</b>	<b>333,9</b>	<b>752,4</b>	<b>14,4</b>

Fuente: Estados contables oficiales

A continuación utilizamos la aproximación propuesta en Dapena (2013) para estimar el efecto portafolio en las seis empresas.

### c. Una estimación del monto del “efecto portafolio” para la muestra de empresas seleccionadas

En el presenta apartado utilizamos la aproximación descrita en los puntos anteriores para estimar el monto efecto en las seis empresas cotizantes seleccionadas.

A tales efectos procedemos a estimar el valor de los tres efectos y relacionarlo con el monto de las ganancias operativas expresadas por dichas empresas en sus estados contables por el período anual 2012 (diciembre a diciembre). Consideramos como nivel de inflación real la serie de evolución de precios producida por la Provincia de San Luis<sup>8</sup> El siguiente cuadro expone los resultados:

<sup>8</sup> La fuente de recopilación proviene del Centro de Economía Aplicada de la Universidad del Cema, y la variación de precios para el período 2012 es de 26% anual.

**Cuadro 3**

<b>Empresa</b>	<b>TECO</b>	<b>MIRGOR</b>	<b>PESA</b>	<b>MOLI</b>	<b>ERAR</b>	<b>LONG</b>
<b>Resultado Operativo Neto</b>	<b>3.694,0</b>	<b>241,6</b>	<b>740,0</b>	<b>333,9</b>	<b>752,4</b>	<b>14,4</b>
Efecto Inflación	110,0	-35,7	16,0	-28,6	130,0	-4,0
Efecto Tenencia	14,0	3,2	36,2	35,7	-10,4	-0,1
Efecto Intereses Activos	570,0	13,1	133,0	9,8	25,6	15,9
<b>Total Renta Financiera</b>	<b>694,0</b>	<b>-19,4</b>	<b>185,1</b>	<b>16,8</b>	<b>145,2</b>	<b>11,7</b>
<b>En % del Rtdo. Operativo neto</b>	<b>18,8%</b>	<b>-8,0%</b>	<b>25,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>19,3%</b>	<b>80,9%</b>

*Fuente: Estados contables oficiales*

Como podemos observar, el “efecto portafolio” o renta financiera puede representar un monto significativo de la renta operativa generada por las empresas, tanto en los aspectos positivos como negativos. Aclaremos que parte del efecto tenencia y la totalidad de los intereses activos se encuentran reflejados en el estado de resultados de las empresas. Sin embargo, el efecto inflación y parte del efecto tenencia son aquellos que dentro del efecto portafolio procedemos a calcular para incorporarlos dentro del total.

#### **d. Testeo estadístico de significancia del efecto**

En el punto anterior procedimos a estimar el monto del “efecto portafolio” respecto de las ganancias operativas informadas por las empresas seleccionadas. La hipótesis es que en contextos de estabilidad de precios y de acceso a los mercados de capitales, el valor de dicho efecto debiera aproximarse a cero, lo cual representa nuestra hipótesis nula. En consecuencia en la presente sección procedemos a realizar un test estadístico para revisar si los valores obtenidos difieren de manera significativa de la hipótesis nula. En este caso calculamos el valor promedio para la muestra seleccionada del efecto portafolio como porcentaje de la renta operativa después de impuestos. El valor así obtenido asciende a:

**Cuadro 4**

<b>Empresa</b>	<b>TECO</b>	<b>MIRGOR</b>	<b>PESA</b>	<b>MOLI</b>	<b>ERAR</b>	<b>LONG</b>	<b>Promedio</b>
<b>Efecto portafolio como % del Rtdo. Operativo neto</b>	<b>18,8%</b>	<b>-8,0%</b>	<b>25,0%</b>	<b>5,0%</b>	<b>19,3%</b>	<b>80,9%</b>	<b>23,5%</b>

A los efectos de probar la hipótesis, calculamos el desvío estándar muestral y calculamos el desvío estándar de la media muestral. Procedemos a estimar el valor de una distribución t de student (ya que la muestra es pequeña) con cinco (n-1) grados de libertad.

**Cuadro 5**

Promedio de porcentual de efecto portafolio sobre Renta operativa neta $\mu$	<b>23,5%</b>
Desvío estándar muestral de los datos $\sigma$	30,6%
Desvío estándar de la media muestral $\sigma/\sqrt{n}$	12,5%
<b>Estadístico t</b>	<b>1,88</b>
<b>Valor límite t a una cola con n=5 al 6%</b>	<b>1,87</b>

El valor límite a una cola con un nivel de confianza del 94% asciende a 1.87. por lo que rechazamos la hipótesis nula que el efecto portafolio es y trivial con respecto a los resultados operativos después de impuestos de las empresa seleccionadas, lo que afirma la influencia del efecto portafolio.

#### **IV. Síntesis**

La renta que genera un negocio por su inversión inmovilizada puede provenir de los aspectos operativos y financieros. La ecuación que expone las fuentes de renta es la siguiente:

$$RT = RO + RF \quad [5]$$

que luego es evaluada respecto del costo del capital que refleja el costo por intereses de los pasivos onerosos de la firma, y el cálculo del costo de oportunidad que refleja el mínimo rendimiento que los accionistas esperan recibir como consecuencia del riesgo que corren, del tiempo de inmovilización de los recursos y de sus oportunidades de inversión alternativas.

La renta RF por “efecto portafolio”

$$RF = EINF + ET + EINT \quad [6]$$

en contextos de estabilidad de precios que proviene del efecto inflacionario y tenencia en los activos y pasivos, y de los intereses financieros generados por activos no es significativa, o al menos no lo suficiente como para generar una atención particular en la gestión, por lo que la generación de renta total se puede resumir a los aspectos operativos únicamente

No es trivial entonces el manejo de portafolio que se hace de los activos y pasivos de la firma, que en otro contexto quizá no tendría demasiada significancia.

La adecuada medición e incorporación de la renta por “efecto portafolio” dentro del análisis de negocio le permite al quienes se ocupan de finanzas corporativas contar con un elemento adicional de contribución en la gestión de negocios y le otorga mayor relevancia a su gestión. Lamentablemente transforma parte del objeto de negocios operativo de una empresa en la prosecución de rentas financieras, lo que desvirtúa el foco de negocios de cualquier firma. Esto surge como consecuencia de la existencia de niveles de inflación significativos.

E el presente trabajo hemos medido el valor del “efecto portafolio” y hemos testeado su significancia estadística a los efectos de evaluar su incidencia. Los resultados han dado positivos lo que significa que el efecto es significativamente diferente de cero, algo esperable atento a las condiciones macroeconómicas que afectan la actividad de negocios en Argentina. Dada esta situación, los aspectos operativos que son los que debieran guiar y llevara delante la actividad de negocios, la inversión, el crecimiento y la generación de empleo, se ven afectados por la rentabilidad provenientes de actividades de negocios vinculados a la práctica financiera como consecuencia de una necesidad de generar rentas provenientes de esta fuente. Dada esta situación, la adecuada gestión del portafolio de activos y pasivos de la firma se vuelve relevante.

## **V. Bibliografía**

### **Papers y Libros**

Brealey R. y Myers S. (1996). Principles of Corporate Finance. Mc Graw Hill.

Damodaran A., (2012). Investment Valuation, Tools and Techniques for Valuing any Asset. Wiley.

Dapena J.P., (2013) Finanzas Corporativas: el “efecto portafolio” en la gestión financiera de la empresa en contextos inflacionarios. Documento de Trabajo 506 Ucoma

Fowler Newton E. (2011), Cuestiones Contables Fundamentales. Ediciones La Ley

Fowler Newton E. (2010), Contabilidad Superior. Ediciones La Ley

Lazzati S. (1992-1998), Contabilidad e Inflación. Ediciones Macchi

Maggin J., Tuttle D., McLeavey D., y Pinto J. (2007). Managing Investment Portfolios. Wiley.

Markowitz, H. (1959) Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments. Wiley, New York.

Markowitz, H. (1952) Portfolio Selection. Journal of Finance, volume 7, number 1, pp. 77-91.

### **Sitios de internet**

Comisión Nacional de Valores (<http://www.cnv.gob.ar/>)

Página web Telecom (<http://www.telecom.com.ar/>)

Página web Mirgor (<http://www.mirgor.com.ar/esp/>)

Página web Petrobras (<http://www.petrobras.com.ar/portal/site/PB-eInst>)

Página web Molinos (<http://www.molinos.com.ar/>)

## Anexo I

Empresa	Calificación	Subclasificación	Rubro	TECO		MIRGOR		PESA		MOLI		ERAR		LONG	
				dic-11	dic-12										
Activos Monetarios		Efectivo y Equivalentes		2.818	3.160	77,175	59,987	1.192	1.260	739	435	1.933	513	3	9
		inversiones CP			563			21	20						
		Créditos por ventas CP		1.790	2.181	172	248	-1.095	254	-133	149	-141	-261	92	72
		Créditos por ventas LP		30	23	3	3							0	0
		Otros Créditos		306	449	50	23	1.070	1.553	442	620	334	628		
		Act por Imp Diferido		-	62	1					7	0	1	0	0
		Otros Créditos LP		103	119	22	60	896	238						
		inversiones LP		1	70		0			594	753	41	49		
		Intangibles		1.488	1.514	1	1			224	295			2	2
Activos Reales		Sin clausula de ajuste	Inventarios	536	633	504	433	1.009	1.068	1.263	1.574	3.612	3.432	71	100
			Propiedad, Planta y Equipo	8.247	9.035	104	125	7.056	8.480	1.500	1.784	5.245	5.945	34	36
			Propiedades de Inversion			8	8	4.015	3.974			248	195		
			Otros activos							338	656				
		Con clausula de ajuste	Posición en USD			424	529	3.177	2.000	1.086	1.001	1.726	857	2	5
			Posición en EU										73		
			Inversion en Sociedades ME									2.925	5.993	9	10
Pasivos Monetarios		Cuentas por pagar		2.569	2.796	132	211	1.756	2.035	979	1.117	451	420	47	48
		Ingresos Diferidos		292	362					147	187	1.240	1.171		
		Préstamos													
		Rem. y Cargas Sociales		536	635			937	1.329						
		Deuda por impuesto a las ganancias		605	458										
		Otras Cargas Fiscales		457	552									10	5
		Otros Pasivos		30	40					60	89	384	433		
		Previsiones		173	134							58	65	1	1
		Cuentas por pagar LP		-	20			-47	-434						
		ingresos Diferidos LP		307	329	0	0								
		Préstamos LP		-	-										
		Rem. Y Cargas sociaes LP		136	128					306	421	134	100	12	12
		Imp a las Gcias Diferido		210	220	1	1								
		Ds por Imp a las Gcias LP		13	12									2	1
		Otros Pasivos LP		72	51										
		Previsiones LP		782	907										
Pasivos reales		Sin clausula de ajuste	Patrimonio Neto	8.165	10.158	296	446	10.343	10.570	1.365	1.321	10.891	11.833	113	125
Pasivos con Ajuste de precio		Con clausula de ajuste	Prestamos	19	43	116	83	-	0	943	1.572	50	195	17	10
			Prestamos LP	115	101	125	113	-	0	-1.087	-485	1.952	2.500	8	30
			Cuentas por pagar USD	838	863	697	636	4.352	5.347	3.342	3.052	761	594	5	3
			Cuentas por pagar EU										115		
			Cuentas por pagar RI												
Chek Igualdad Contable				-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-