

MERCADO DE CAPITALES PERFECTO

¿Un modelo de laboratorio?

Cuando revisamos las características que debería reunir un mercado de capitales para que sea considerado “perfecto”, resulta muy claro que este tipo de mercado, con estas particularidades, no existe en la vida real. Entonces inmediatamente surge en la mente del estudiante la lógica pregunta: ¿para qué estudiamos este fenómeno alejado de la realidad?

Vale la pena contestar esta pregunta desde todos los ángulos posibles porque así alejamos definitivamente las dudas y generamos interés adicional en los temas teóricos iniciales del curso de MM.

La estrategia metodológica del curso es: Primero presentamos este estado ideal inexistente en la vida real, porque una vez que son plenamente entendidas las consecuencias que genera la existencia de este mercado de capitales perfecto, entonces el curso avanza con el estudio de los efectos que se van produciendo en la medida que vamos dejando caer los supuestos subyacentes de ese concepto “ideal” que representa el mercado de capitales perfecto; es decir se empiezan a introducir en el modelo algunas “imperfecciones” propias de la vida real, como ser los impuestos o los costos de bancarota, y se analizan las consecuencias por contraste con aquel estado ideal.

En las primeras clases del curso, quizás llevado por la ansiedad de aplicar conocimiento rápidamente a la práctica diaria, uno podría verse tentado a pensar: porqué no cambiar el acento y trabajar más con los modelos que, al reconocer la imperfección de los mercados, se aproximen mejor a la vida real.

Fama y Miller, en el prólogo de su libro¹, reconocen que existen peligros en armar al estudiante solamente con modelos estáticos basados en el precepto de la existencia de mercados de capitales perfectos y es por ello que han intentado en varios puntos del libro llamar la atención sobre los riesgos implícitos en la impensable aplicación de estos modelos a los problemas del mundo real.

Pero al mismo tiempo ellos advierten que la teoría de las finanzas bajo mercados de capitales imperfectos ofrece todavía resultados muy escasos, muy inconexos y muy poco testeados como para justificar su incorporación en un curso introductorio de finanzas. Cualquier discusión extendida sobre problemas financieros bajo mercados imperfectos de capital crearían el peligro de engañar al estudiante y al operador de finanzas en la creencia de que la profesión ha encontrado mas soluciones a dichos problemas que lo que realmente ha hecho.

Así, Fama y Miller hacen notar que el libro tiene escasísimos ejemplos cuantitativos que muestren como aplicar la teoría a los problemas de decisión del mundo real dada su creencia de que la contribución de la teoría de finanzas al proceso de toma de decisiones, aunque sustancial, es todavía indirecta y que esta teoría aun no ha llegado y quizás nunca llegue al estado de generar “recetas de cocina” de automática aplicación al mundo real de las finanzas.

En el capítulo segundo, Fama y Miller describen los principales atributos de un mercado de capitales perfecto y realizan una muy interesante comparación entre este concepto y una idealización similar, en idea y función, como es el fenómeno del vacío perfecto dentro de las ciencias físicas.

Así, las leyes generales del movimiento de los cuerpos, son desarrolladas bajo los supuestos de la existencia de vacío perfecto. Estas idealizaciones permiten a la ciencia focalizarse mas precisamente en un número limitado de aspectos del problema y así facilitar en gran medida las conclusiones y la búsqueda de generalizaciones empíricas, aunque estas generalizaciones, obtenidas bajo los supuestos restrictivos de la idealización, no pueden nunca ser nada más que aproximaciones a los fenómenos reales que supuestamente representan.

Pero la gran cuestión a considerar es: ¿cuán cerca están estas aproximaciones a los fenómenos reales? ¿En qué medida podemos valernos de las leyes y teorías del comportamiento descubiertas al amparo de condiciones ambientales ideales y, por lo

¹ E. F. Fama y M. H. Miller, *The Theory of Finance*, Graduate School of Business, The University of Chicago, Dryden Press, Hinsdale Illinois.

tanto, irreales? Tanto en física como en finanzas, esta pregunta solo puede ser respondida empíricamente y a la luz de los casos particulares.

Así, por ejemplo, la física puede analizar el movimiento de grandes masas, en escenarios de la realidad habitual, utilizando la teoría desarrollada bajo condiciones de vacío perfecto y el fenómeno puede ser bastante bien aproximado porque, en términos relativos, las fricciones y otras “imperfecciones” que nos apartan de las condiciones de laboratorio se tornan muy pequeñas, a veces casi insignificantes, o sino ellas pueden estimarse e introducirse al modelo como correcciones.

En forma análoga, podemos en algunos casos considerar algunas imperfecciones del mercado de capitales como muy pequeñas o tendientes a cero en términos relativos al resto de los elementos en cuestión y en ese caso utilizar las herramientas que nos brinda la teoría de MM como un proxy bastante bueno para analizar ese problema en particular. En otros casos podremos evaluar las imperfecciones y realizar las necesarias correcciones al modelo con el fin de obtener conclusiones cuantitativas válidas para las finanzas corporativas.

Finalmente, la base de razonamiento conceptual de “no arbitraje” subyacente en el modelo que, cincuenta años atrás, imaginaron Franco Modigliani y Merton Miller se constituyó en el fundamento de todo el pensamiento moderno en finanzas dando origen a una verdadera revolución en la disciplina que aún persiste en nuestros días.

Ernesto A. Barugel

Universidad del CEMA

Abril, 1999