

*FACTORES NO FINANCIEROS EN DECISIONES DE
INVERSION EN ACCIONES: INVERSIONISTAS
INSTITUCIONALES.*

*Institutional investors and non financial factors
in decisions on stock investments.*

Valenzuela, D., Elena *

ABSTRACT

In the New Economics it is no longer enough to merely analyse an enterprise's financial variables in order to invest in its shares of stock; it is rather necessary to consider also non financial aspects to feel how will the market perceive the value of that firm, as it has been evidenced by studies in other countries: USA (Kahn, H. & Eccles R., 1997); UK (Eales, J. & Schosman R., 2000; Coleman, I. & Eccles R., 1997); Switzerland (Weibel, P. & Eccles R., 2000); and Australia (Morris et al., 2001). This paper acknowledges to what extent Chilean investors, when undertaking investments, take account of non financial factors in their selection of stocks. We paid attention to institutional investors, because they are the major participants in our stock market. The value of the local stock funds, among these institutions, accounted to 8% of Chilean GDP on August 31st 2002. The research relied on interviews to managers and investment executives among main institutional investors, covering all of the insurance companies, mutual funds and pension funds administrators. Results clearly show the prevalence of a bundle of non

RESUMEN

En la Nueva Economía ya no es suficiente analizar sólo las variables financieras de una empresa para invertir en sus acciones; sino que es necesario considerar además aspectos no financieros para conocer cómo el mercado percibe el valor de una empresa, tal como lo han mostrado algunos estudios realizados en otros países: USA (Kahn, H. & R. Eccles, 1997), Inglaterra (Eales, J. & Schosman, R., 2000; Coleman, I. & Eccles, R., 1997), Suiza (Weibel, P. & R. Eccles, 2000) Australia (Morris et al., 2001). El presente estudio tiene por objeto conocer en qué medida nuestros inversionistas, al realizar sus inversiones institucionales, consideran los factores no financieros en su análisis sobre selección de acciones. Se ha considerado los inversionistas institucionales, pues son ellos los participantes mayoritarios de nuestro mercado accionario. La investigación fue realizada a través de encuestas a los gerentes y ejecutivos de inversiones entre los principales inversionistas institucionales, en los cuales se incluyó Compañías de Seguros, Administradoras de Fondos Mutuos y el total de las Administradoras de Fondos de Pensiones. En estas últimas instituciones, el valor del fondo

*La académica Elena Valenzuela, D., es Profesora Asociada en el Departamento de Administración de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad de Chile. Dirección: Diagonal Paraguay 257, Santiago de Chile. Fonos: (56-2)678-3703 y (56-2)678-3366. Fax: (56-2)222-0639. E-mail: evalenz@negocios.uchile.cl

financial factors considered as important or very important by institutional investors, outstanding among those the "execution of corporate strategy" and the "executives's experience". We regard our study outcomes (i) as useful for business firms, because will help to identify the key non financial aspects for their investors who could also definitely influence stock prices; and (ii) as a contribution to include them in models on business firms valuation.

accionario local representaba al 31 de Agosto del presente año el 8% del PIB chileno del año 2002. Los resultados claramente muestran que hay un conjunto de factores no financieros que son considerados como importantes o muy importantes por los inversionistas institucionales, sobresaliendo la "ejecución de la estrategia corporativa" y la "experiencia de los ejecutivos". Se estima que las conclusiones del presente estudio serán (a) de utilidad para las empresas, pues les ayudarán a identificar los aspectos no financieros importantes para sus inversionistas, los que en definitiva podrían afectar el precio de sus acciones; y (b) constituirán asimismo un aporte para incluirlos en modelos de valorización de empresas.

INTRODUCCION.

La forma más habitual que tienen las empresas para comunicar a sus inversionistas los efectos de sus transacciones, es a través de sus estados financieros, los que al ser elaborados deben éticamente mostrar: los recursos que tiene la empresa, sus deudas y su patrimonio contable a una fecha dada; como asimismo, los resultados financieros y flujos de caja generados en el período. Estos datos permiten conocer cómo está **hoy** la empresa, pero no son suficientes para apreciar lo **que se espera de ella**, que es el interés de sus inversionistas actuales o eventuales para valorar la empresa y tomar decisiones sobre mantener, aumentar o disminuir su participación en ella.

El valor patrimonial de una empresa se calcula, de acuerdo a los distintos textos de finanzas (Copeland, T. et.al., 1990; Copeland/Weston, 1988; Ross, S., et al., 2000, etc.), estimando los flujos de caja libre, descontándolos con una tasa de costo de capital apropiada y restándole el valor de la deuda. La estimación de esos flujos depende no solo de los factores financieros de la empresa, sino que hay otros aspectos no financieros que son fundamentales para hacer esos pronósticos, por ejemplo, el conocimiento que se tenga de quienes toman las decisiones en la empresa, el desarrollo de nuevos productos, su marca, sus relaciones con los clientes, su cultura corporativa. Este conjunto de intangibles que, en la Nueva Economía o Economía del Conocimiento (Bueno, 1999), ha sido llamado Capital Intelectual, comprende Capital Humano, Capital Estructural y Capital Relacional (Edvinsson, E. & Malone, M., 1997; Cañibano et.al., 2002); y constituye la principal fuente de ventaja competitiva (Ross, J., 1998; Viednia, J.M., 1998) que ayuda a la generación de futuros flujos de ingresos de caja.

El escenario de las empresas ha cambiado: la economía de esta nueva era le está asignando mayor importancia a los recursos intangibles de las empresas que a sus recursos físicos. Así lo describe Baruch Lev (Lev, B., 2002, pp.3), quien señala que “en esta nueva economía, los activos físicos y financieros son commodities”, lo cual significa que cualquier empresa puede acceder a activos físicos tradicionales como plantas, maquinarias y equipos, mientras cuente con los recursos necesarios. De ahí que la ventaja competitiva de las empresas, según la perspectiva de esta nueva economía, no radica en sus activos físicos, sino que está determinada por los recursos intangibles únicos difíciles de comprar e imitar; por ejemplo, en una línea aérea, su personal idóneo con capacidad de prestar buen servicio al pasajero; asimismo, un laboratorio con capacidad de hacer investigación y desarrollo y concebir nuevos productos.

Los mercados de capital emergentes necesitan revelaciones adicionales y mayor transparencia de sus empresas en sus informes corporativos. Asimismo, la información no financiera disminuye la incertidumbre a los inversionistas acerca de la calidad de la empresa y aumenta la posibilidad de una valuación más precisa de ella (Gelb & Zarowin, 2002 en Bukh et al., 2003). Por su parte, Barth y Clinch (1998) encontraron que los activos intangibles revaluados están asociados positiva y significativamente con los precios de las acciones.

La importancia que tienen los activos intangibles en la nueva economía, unida a la carencia de estudios en Chile respecto al uso de factores no financieros por parte de inversionistas en sus decisiones de inversión, originaron este estudio. Los inversionistas institucionales son importantes en los mercados financieros por la magnitud de sus inversores y porque ellos se consideran inversionistas informados (O'Neill & Swishen, 2003). El objetivo de este estudio es conocer en qué medida los inversionistas institucionales, en Chile, incorporan factores no financieros en sus decisiones de inversión en acciones; identificar cuáles son éstos y qué ponderación le asignan. Así mismo, se deseó conocer las fuentes de información de los factores no financieros que los inversionistas institucionales estimaban importantes.

En la próxima sección se hará una revisión bibliográfica de estudios realizados en otros países sobre el tema; posteriormente se describe la metodología empleada; luego se detallan los resultados obtenidos en el estudio y finalmente, se exponen las conclusiones.

REVISIÓN BIBLIOGRAFICA. Estudios realizados en otros países.

Ernest and Young, empresa de auditoría multinacional, realizó, a través de su

centro de investigación “Cap Gemini”, un estudio que se llamó “Measures that matter” y señala que los indicadores financieros comúnmente utilizados en las valorizaciones de empresas, tales como flujo de caja, utilidades, y relaciones precio/utilidad, siguen siendo medidas financieras importantes, pero tienen un gran defecto en esta nueva economía, pues las medidas financieras son sólo el reflejo de transacciones ya realizadas. También plantea que el éxito en el manejo de una compañía se basa en la adecuada gestión de medidas tanto financieras como no financieras.

“Measures that matter”, se aplicó en Estados Unidos (Blitz, A., 1997), y también en Inglaterra, (Eales, J., 2000) y midió la importancia que tenían los indicadores no financieros para los distintos inversionistas institucionales.

La encuesta realizada en Estados Unidos consideró a 275 inversionistas institucionales y en Inglaterra, se encuestó a 50 inversionistas institucionales. Los resultados obtenidos en estos estudios fueron sorprendentes, la información no financiera constituía cerca del 35% de la decisión de inversión para los más grandes fondos de inversión existentes en Estados Unidos e Inglaterra.

Además se logró determinar los indicadores no financieros más importantes para los inversionistas institucionales de cada país. La “ejecución de la estrategia corporativa” es en Estados Unidos e Inglaterra, el indicador no financiero más importante. Asimismo, el segundo indicador no financiero más importante para Estados Unidos lo constituye la credibilidad de los ejecutivos, mientras que en Inglaterra es la calidad de la estrategia corporativa (ver Cuadro N°1).

Otra empresa multinacional de auditoría, PriceWaterhouseCoopers, también realizó estudios con el fin de conocer la importancia que tienen los activos intangibles en la toma de decisiones de los inversionistas institucionales. Estos estudios fueron realizados en Estados Unidos (Kahn, H., 1997), Inglaterra (Coleman, I., 1997), Suiza (Weibel, P., 2000) y Australia (Morris, G., 2001) y tenían por objeto incentivar a las empresas a preparar estados financieros con información orientada hacia el futuro, que incluyan variables financieras y no financieras, con lo cual ayudarían al inversionista a tener una mejor visión del valor que está generando la empresa.

Los resultados entregados por estos estudios mostraron que, si bien los factores financieros eran siempre los más importantes, había factores no financieros que también eran considerados muy importantes. Para los inversionistas institucionales en Inglaterra, las medidas financieras como utilidades y el flujo de caja fueron consideradas las más importantes al evaluar una potencial inversión en acciones. Le siguen algunas medidas no financieras, con el mismo nivel de importancia, como participación de mercado, propiedad intelectual, productividad de la investigación y desarrollo.

Cuadro N°1
Indicadores no financieros en Estados Unidos e Inglaterra

N ESTADOS UNIDOS	INGLATERRA
1 Ejecución de la estrategia	Ejecución de la estrategia corporativa
2 Credibilidad del management	Calidad de la estrategia corporativa
3 Calidad de la estrategia	Participación de Mercado
4 Innovación	Credibilidad del management
5 Habilidad para atraer y retener personas talentosas	Investigación y desarrollo e innovación
6 Participación de mercados	Experiencia del management
7 Experiencia de management	Liderazgo en investigación
8 Calidad de la compensación a los ejecutivos	Calidad de los procesos
9 Calidad de los procesos	Capacidad global
0 Liderazgo en Investigación	Habilidad para atraer y retener personas talentosas

Fuente: Elaboración propia (sobre la base de Blitz, A., 1997 y Eales, J., 2000)

Sin embargo otros indicadores no financieros como la fidelización y satisfacción del cliente, son considerados poco relevantes para la toma de decisiones de inversión.

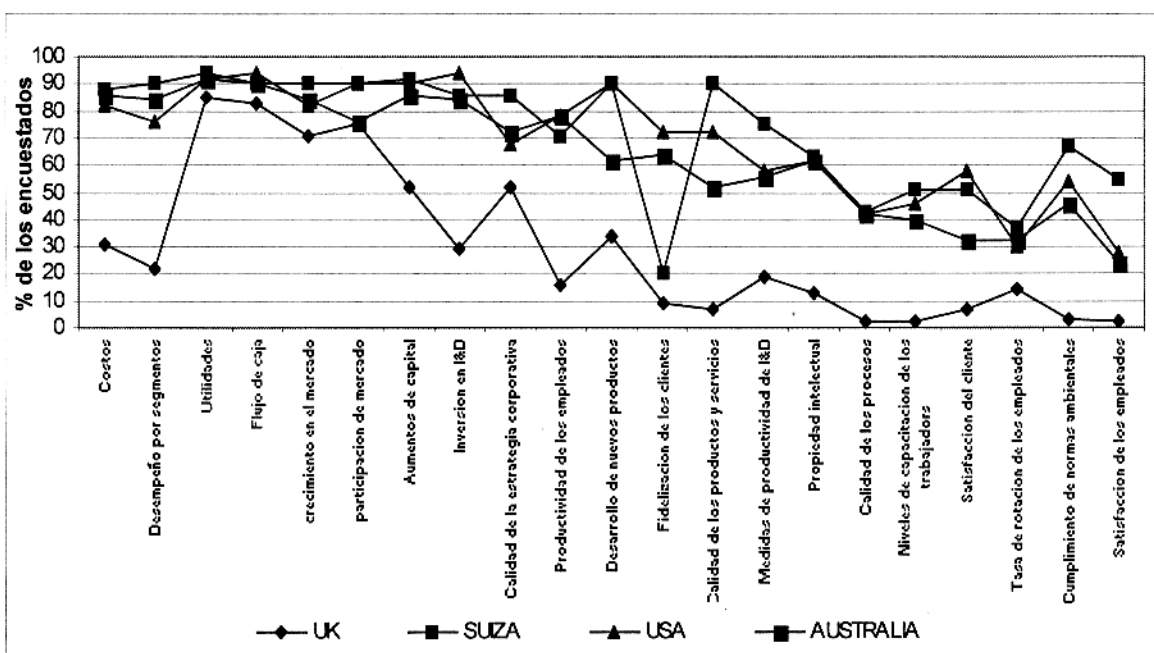
Para los inversionistas institucionales suizos, los resultados son similares a los anteriores, pero con algunos matices que los diferencian.

También las medidas financieras tradicionales como el flujo de caja y las utilidades representan los factores más importantes al evaluar una potencial compra de acciones. Asimismo, son muy reconocidas la participación de mercado, calidad de los productos y servicios y el desarrollo de nuevos productos; con menor relevancia se consideró la fidelización de los clientes y la tasa de rotación de los empleados. Ver Figura N° 1.

Un similar análisis se puede hacer para los inversionistas estadounidenses y australianos, como se observa en la Figura N°1. De este gráfico, se puede apreciar que la “participación del mercado” es una variable no financiera muy reconocida por los inversionistas institucionales de los cuatro países estudiados; sin embargo se ve que otros factores, por ejemplo “inversión en I&D”, la “productividad de los empleados” la “calidad de los productos”, son apreciados muy desigualmente por los encuestados en los diferentes países. La “calidad de la estrategia corporativa” es

Figura N°1

Factores financieros y no financieros considerados muy importantes en las decisiones de inversión de inversionistas institucionales extranjeros



Fuente: Elaboración propia, en base a información extraída de estudios realizados por PricewaterhouseCoopers en Inglaterra, Suiza, Estados Unidos y Australia.

considerada importante por más del 50% de los inversionistas institucionales en los cuatro países: Suiza (86%), Austria (72%), Estados Unidos (86%) e Inglaterra (52%).

METODOLOGÍA.

El estudio se realizó a través de encuestas a los gerentes, subgerentes y analistas de inversiones de una muestra de inversionistas institucionales. Con anterioridad al diseño del cuestionario, se realizó una investigación exploratoria que, junto a la lectura bibliográfica, permitió obtener un conocimiento previo de los factores no financieros de mayor relevancia que podrían ser examinados en la realidad chilena

para tomar decisiones de inversiones en acciones. Esta investigación preliminar consistió en entrevistas a diez ejecutivos pertenecientes a diferentes empresas inversionistas (Compañías de Seguros, Administradoras de Fondos Mutuos y AFP¹).

El cuestionario resultante quedó constituido por 11 preguntas, que junto con una carta explicativa del estudio, se hizo llegar a los ejecutivos de la muestra elegida de inversionistas institucionales, previo a un contacto telefónico con ellos, a fin de asegurar la colaboración.

Las empresas (de la muestra) a las que se dirigió la encuesta fueron seleccionadas entre los principales inversionistas institucionales y estuvo compuesta por:

- a) El total de las AFP, cuyos fondos de inversiones en acciones locales son los más grandes del país y representaban al momento de la recolección de los datos (Mayo, 2003), el 8,3% del PIB del año 2002 y el 9,31% del patrimonio bursátil² al 31 de Mayo de 2003.
- b) Compañías de Seguros que poseían inversiones en acciones locales en montos superiores a \$6 mil millones (US\$ 8,45 millones). Estas compañías manejan un fondo accionario local, equivalente al 0,64% del patrimonio bursátil al 31 de Mayo de 2003.
- c) Administradoras de Fondos Mutuos, que tenían inversiones en acciones locales superior a los \$2 mil millones (US\$ 2,82 millones), que en total constituían el 0,19% del patrimonio bursátil.

Se entregó 28 encuestas, de las cuales se recibió 22 respuestas, lo que constituye una tasa de respuesta de 78,6%. Para el procesamiento de datos, su tabulación y obtención de tablas de frecuencia y cruzamiento de datos, se utilizó el software S.P.S.S. 10.0. Dado el tamaño de la muestra, no fue posible obtener análisis estadísticos más profundos.

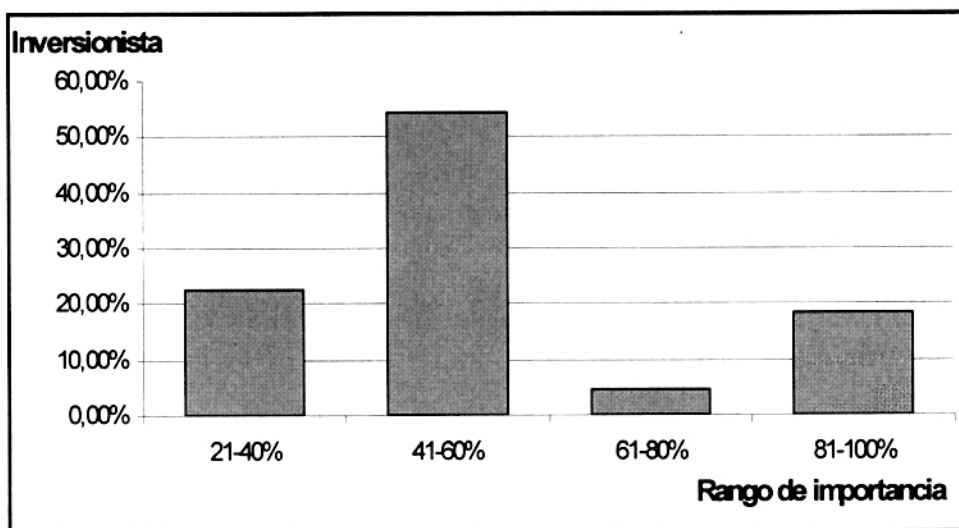
La escala de intervalo empleada para conocer tanto la importancia de los factores que se utilizan en la selección de inversiones en acciones, como el grado de utilidad que le asignen a las diferentes fuentes de información iba desde “nada importante” (1) a “muy importante” (5). Y para efectos de apreciar cómo se consideraba los factores no financieros en los diferentes sectores económicos, se solicitó indicar los tres factores más importantes en cada sector.

RESULTADOS.

1) Grado de importancia de los factores no financieros.

El estudio reveló que todos los inversionistas institucionales, representados en la muestra, asignan algún grado de importancia (entre el 21% y 100%) a los factores no financieros en el proceso de evaluar una compañía para resolver su inversión en ella. Este resultado es semejante a lo indicado en los estudios hechos en Estados Unidos, Inglaterra, Suiza y Australia, que fueron comentados en la revisión bibliográfica. La mayoría de los encuestados sostuvo que los aspectos no financieros constituían entre un 41% y 60% de la información considerada en sus decisiones de inversión en acciones.

Figura N° 2
Porcentaje de ponderación asignada a los factores no financieros
(total de la muestra)



Fuente: Elaboración Propia

Destacable, de hecho, es que casi un quinto de la muestra calificara, con un grado de importancia entre el 81% y 100%, a variables no financieras en la toma de decisiones de inversión. Al analizar las ponderaciones asignadas por tipo de inversionistas, se pudo apreciar que en aquél grupo participaban Administradoras de Fondos Mutuos (50%) y AFPs (17%). Las Compañías de Seguros, por su parte, acotaron su interés en los aspectos financieros entre el 21% y 80%.

2) Detalle de los factores considerados en las decisiones de inversión.

Respecto a las variables, tanto financieras como no financieras, que los inversionistas institucionales consideran importantes o muy importantes en sus decisiones de inversión en acciones, los resultados mostraron (ver Figura N°3) que las variables asociadas a la gestión corporativa, “experiencia de la gerencia” y “ejecución de la estrategia corporativa”, tienen mayor prioridad que los factores financieros de “utilidades” y “flujo de caja libre”, que se suponía ser los más empleados en la valorización de empresas. Asimismo, la “calidad de la estrategia corporativa” fue considerada por la muestra, con la misma frecuencia que los anteriores factores financieros.

“Calidad de los productos”, “regulación” y “desarrollo de nuevos productos”, fueron señalados importantes por más del 60% de los encuestados y en una posición igual o mejor que la relación financiera “precio/utilidad”.

Se confirmó que factores asociados a los productos o servicios (“calidad de ellos” y “desarrollo de nuevos productos”) acusaron alta prioridad, debido al aumento de la competencia que ha generado la globalización. Sin embargo la “investigación, desarrollo e innovación” logró una menor mención (45,5%), lo cual podría explicarse por el bajo monto de inversión que hay en el país, aún cuando se ha considerado como factor importante o muy importante en las decisiones de inversión en acciones.

Elementos relacionados con los clientes (“participación de mercado”, “nivel de satisfacción del cliente” y “fidelización de los clientes”), también tuvieron amplia preferencia (64%, 59% y 50% respectivamente). Estos valores, asimismo, podrían estar influidos por la mayor competencia que ha traído la apertura de los mercados.

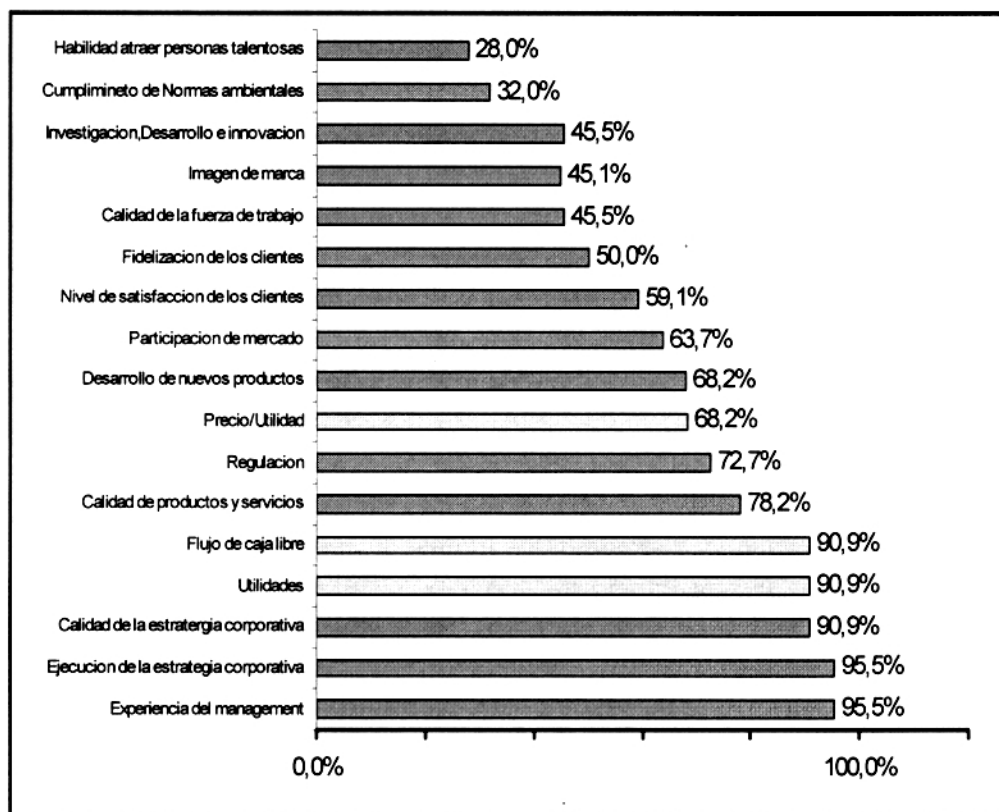
Otros factores no financieros, mencionados como importantes, pero con menores frecuencias, fueron la “calidad de la fuerza de trabajo”, “imagen de la marca”, “cumplimiento de normas ambientales” y “habilidad para atraer personas talentosas”.

La importancia asignada en Chile a los factores relacionados a la gestión corporativa (experiencia de la gerencia, ejecución de la estrategia corporativa y calidad de la estrategia), es similar a lo encontrado en los estudios de Estados Unidos (Blitz, A., 1997) y de Inglaterra (Eales, J. & Schosmann, R., 2000).

Asimismo, el nivel de apreciación de la “calidad de la estrategia” (78,7%) es muy similar a los resultados obtenidos en las investigaciones hechas en Suiza (86%),

Austria (72%) y Estados Unidos (68%); sin embargo la “investigación, desarrollo e innovación” que en nuestro trabajo fue señalada como importante por menos de la mitad de los encuestados (45,5%), en los estudios de Estados Unidos (94%), Suiza (86%) y Australia (84%) ocupó una posición prioritaria lo que puede corresponder a la diferencia entre países desarrollados y en vías de desarrollo.

Figura N° 3
Factores financieros y no financieros clasificados como importantes y muy importantes
(total de la muestra)



Fuente: Elaboración Propia

Un análisis desagregado por tipos de inversionista institucional mostró que todos éstos consideraban en forma muy similar a los factores que eran muy importantes en sus decisiones de inversión en acciones (ver Cuadro N°2); sin embargo, hay algunos tópicos donde existen divergencias entre los inversionistas institucionales: la “calidad del producto” fue menos considerada como importante por las Compañías de Seguros que por las otras dos instituciones; la “calidad de la fuerza de trabajo” ha sido uno de los factores menos señalado por las AFPs (16,7%); sin embargo las

Administradores de Fondos Mutuos la han indicado como importante con alta frecuencia (83,4%); y en una posición intermedia han estado las Compañías de Seguros. Similares diferencias se aprecian en “I+D e innovación” y “cumplimientos de normas ambientales”.

Cuadro N°2
Factores más importantes por tipo de inversionista

AFP	Adm. de Fondos Mutuos	Compañías de Seguros
Experiencia del management (100%)	Experiencia del management (100%)	Ejecucion de la estrategia corporativa (100%)
Calidad de la estrategia corporativa (85,7%)	Calidad de la estrategia corporativa (100%)	Calidad de la estrategia Corporativa (88,9%)
Calidad de productos y servicios (85,7%)	Calidad de productos y servicios (100%)	Experiencia del Management (88,9%)
Ejecucion de la estrategia corporativa (85,7%)	Ejecucion de la estrategia corporativa (100%)	Flujo de caja libre (88,9%)
Flujo de caja libre (85,7%)	Utilidades (100%)	Utilidades (88,9%)
Utilidad del ejercicio (85,7%)	Flujo de caja libre (100%)	

Fuente: Elaboración propia

3) Importancia de los aspectos no financieros en los sectores económicos:

Como era de esperar, los resultados mostraron diferencias en la importancia asignada a los aspectos no financieros entre los sectores económicos (ver Cuadro N°3).

El estudio mostró que la “experiencia de la gerencia” y la “calidad de la estrategia corporativa” fueron catalogados con amplia importancia relativa en todos los sectores económicos.

Cuadro N°3
Importancia de factores no financieros según sector económico *
(total muestra)

	Telecom	Eléctrico	Forestal	Financ.	Comercio y Distrib.	Minería	Alimentos y Bebidas	Servicios	Const
Experiencia del management	45%	60%	60%	60%	50%	50%	45%	50%	55%
Participación de mercado	45%	-	-	45%	65%	-	65%	-	-
Imagen de marca	-	-	-	-	55%	-	55%	50%	-
Calidad de estrategia Corporativa	45%	55%	45%	45%	-	40%	-	40%	45%
Ejecución estratégica corporativa	-	-	45%	-	-	-	-	-	30%
Calidad de productos y servicios	-	-	-	-	-	-	-	-	30%
Cumplimiento de normas ambientales	-	-	50%	-	-	60%	-	-	-
Regulación	65%	90%	-	-	-	-	-	-	-

Fuente: Elaboración propia

Cada sector económico tiene elementos no financieros claves para generar resultados financieros de sus empresas. Es así como la “regulación” es muy importante para los sectores Telecomunicaciones (65%) y Eléctrico (90%), pues sus tarifas son reguladas. El “cumplimiento de normas” es un aspecto relevante para el sector Forestal (50%) y el sector Minero (60%). La “participación de mercado” y la “imagen de la marca” son factores muy considerados en los sectores Comercio y Distribución (65%) y Alimentos y Bebidas (65%). En los sectores Servicios y Financieros, también la “imagen de la marca” es un aspecto muy importante.

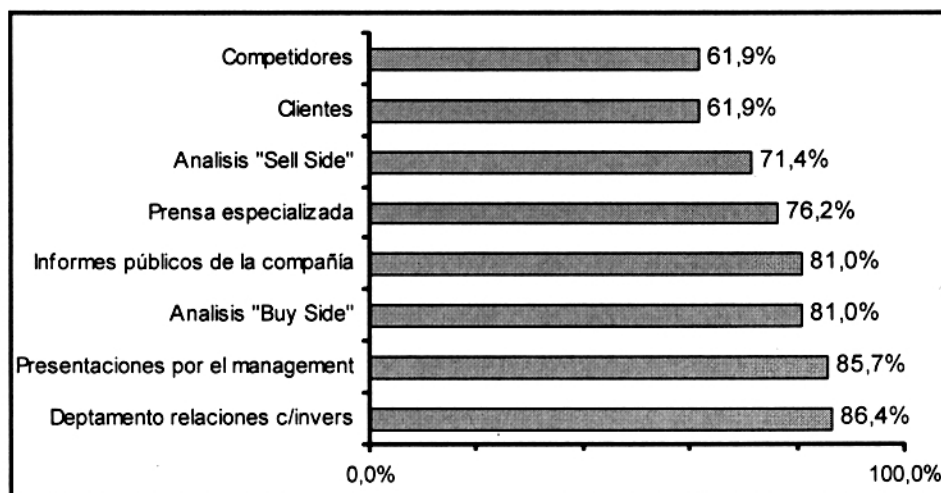
4) Fuentes de información.

Las informaciones financieras son proporcionadas habitualmente a través de los estados financieros (Balance, Estado de Resultados, Estado de Flujos de Efectivo) que preparan las empresas; sin embargo no están claras las fuentes de información

de los factores no financieros de una empresa, los que son muy importantes para decidir en qué empresas invertir. La Figura N° 4 muestra los resultados que generó el estudio en esta materia.

Un segundo grupo, está integrado por fuentes de información externas a la empresa: prensa especializada, informes de analistas financieros (sell-side); clientes y competidores. Al clasificar las fuentes de información por tipo de inversionista institucional, se pudo apreciar que la importancia de ellas era diferente para cada grupo: las AFP consideran como las fuentes de información más importantes las presentaciones hechas por la Gerencia, el “departamento de relaciones con el inversionista”, los “informes de los analistas financieros” y sus propios informes. En cambio para las Administradoras de Fondos Mutuos, la fuente más calificada era el “departamento de relaciones con el Inversionista” y, con menor frecuencia, indicaron la prensa especializada, los informes públicos y las presentaciones hechas por la gerencia. Las Compañías de Seguros señalaron como más importantes sus “propios análisis” y los “informes públicos de la compañía”.

Figura N° 4
Importancia de las fuentes de información (total de la muestra)



CONCLUSIONES.

El propósito de este estudio fue conocer, en Chile, el grado de utilización de factores no financieros por parte de inversionistas institucionales en sus decisiones de inversión en acciones locales. La principal inferencia de este estudio es que los aspectos no financieros son efectivamente considerados por los inversionistas

institucionales chilenos al evaluar sus inversores en acciones de compañías nacionales. De hecho, un 52,5% del total de los encuestados, sostuvo que estos factores representan entre un 41% y un 60% en sus decisiones de inversión y, sorprendentemente, casi un quinto de la muestra manifestó que los aspectos no financieros tienen entre 81% y 100% de importancia al momento de evaluar una posible inversión en acciones.

Los factores no financieros más importantes son aquellos relacionados con la gestión corporativa: “experiencia de la gerencia” (95,5%), “ejecución de la estrategia corporativa” (95,5%) y “calidad de la estrategia corporativa” (90,9%). Estos resultados son similares a los obtenidos en estudios realizados en Estados Unidos (Blitz, A., 1997) y en Inglaterra (Eales, J., 2000).

Los factores financieros tradicionales, como las “utilidades” y el “flujo de caja libre”, fueron inesperadamente desplazados por los dos aspectos no financieros mencionados anteriormente, pero no en forma significativa. La “investigación, desarrollo e innovación”, fue calificada importante, en nuestro estudio, por menos de la mitad de los encuestados, a diferencia de los detectados en investigaciones hechas en Estados Unidos, Suiza y Australia, donde este factor es considerado de gran relevancia por sus inversionistas institucionales, diferencia que podría explicarse debido al bajo monto de inversiones que en este aspecto se hace en Chile.

Todo lo señalado demuestra que los factores no financieros, que no aparecen reportados en los estados contables, tienen una gran relevancia para las decisiones de inversión de los encuestados, aún cuando la información financiera sigue siendo considerada significativamente.

Existe consenso en el total de la muestra (AFP, Administradoras de Fondos Mutuos y Compañías de Seguros encuestadas) en que los dos factores intangibles más importantes son “experiencia del management” y “ejecución de la estrategia corporativa”.

También es posible concluir que los factores no financieros más importantes, varían de acuerdo al sector económico donde se invierta. Así, por ejemplo, la “regulación” es más relevante en sectores eléctricos y de telecomunicaciones; la “participación de mercado” lo es en el área de *retail* y de alimentos y bebidas; el “cumplimiento de normas” es apreciado mayormente al estudiar las empresas de los sectores forestal y minero; y la “imagen de la marca” lo es en los sectores de servicios y, financiero.

Se están considerando más importantes algunos factores no financieros que los

financieros tradicionales, pero no hay un reporte formal y establecido que contenga esas informaciones. Las principales fuentes de información de los factores no financieros, que utilizan los inversionistas institucionales, son aquéllas entregadas directamente por las empresas: “prestaciones hechas por la gerencia”, el “departamento de relaciones con el inversionista” y los “informes públicos de la compañía” y sus propios análisis; sin embargo, también fueron señalados como importantes: la prensa especializada, los estudios de analistas financieros, la opinión de los clientes y de los competidores.

Se espera que este estudio ayude a las empresas a identificar los aspectos más importantes que consideran sus inversionistas para mantenerse en la empresa, aumentar o disminuir su participación en ella.

BIBLIOGRAFÍA

- BARTH, M.E. and G. Clinch (1998). “Revalued Financial, Tangible and Intangible Assets: Associations with Share Prices and Non-Market-Based Value Estimates”. **Journal of Accounting Research**. Vol. 36. Supplement.
- BARUCH, L., (2002). “The reform of corporate reporting and auditing”, Testimony before the House of Representatives Committee on Energy and Commerce.
- BLITZ, A., T. Siesfield, P. Bierbuse (1997). “Measures that matter U.S.”, Center for Business Innovation, Ernest & Young LLP.
- BUENO, Eduardo (1999). “La Economía del Conocimiento en la Nueva Economía” en **Gestión del Conocimiento y Capital Intelectual, Experiencias en España**. I.U. Euroforum Escorial, pp. 15-19.
- BUKH, P., C. Nielsen, P. Gormsen, J. Mouritsen, (2003) “Intellectual Capital Statements on their way to the Stock Exchange? A comparison of IPO prospectuses and new reporting forms”. Aarhus School of Business. Denmark. Preliminary draft.
- COLEMAN, I. & R. Eccles. (1997). “Pursuing value: Reporting gaps in the United Kingdom”. PricewaterhouseCoopers papers for decision makers.
- COPELAND, T., Koller, T., Murrin, S., (1990). **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**. John Wiley & Sons.
- COPELAND, T.E. and J.F. Weston. (1988) **Financial Theory and Corporate Policy**. Tiraed. Addison-Wesley Publishing, Co.
- EALLES, J., & R. Schosmann, (2000). “Measures that matter UK: An outside in perspective on shareholder value recognition”, Center for Business Innovation, Ernst & Young LLP.
- EDVINSON, L. & M. Malone, (1997). **Intellectual Capital**. Harper Collins Publishers.

- GELB, D.S. & P. Zarowin, (2002) "Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices". **Review of Accounting Studies**, Vol. 7, pp. 33-52
- KAHN, H., & R. Eccles, (1997). "Pursuing value: The information reporting gap in the U.S. Capital Markets", PricewaterhouseCoopers LLP.
- MERITUM, (2002) "Directrices para la gestión y difusión de información sobre intangibles". Eds.: Cañibano, L.; Sánchez, P.; García-Ayuso, M.; and Chaminade, C.. Fundación Airtel Móvil.
- MORRIS, G., R. Eccles, & I. Falconer. (2001). "Pursuing value: Reporting gaps in the Australian Capital Markets", PricewaterhouseCoopers LLP.
- O'NEILL, M. & J. Swisher, (2003) "Institutional Investors and Information Asymmetry. An Even Study of Self-Tender Offers". **The Financial Review** 38, pp. 197-211. Eastern Finance Association.
- ROSS, J. (1998). "Capital Intellectual". Trend Management / IMD. Volumen 1/ Edición Especial. Octubre, pp. 56-59.
- ROSS, J.A., R.W. Westerfield, J.F., Jaffe, (2000) **Finanzas Corporativas**, Quinta ed., Mc Graw-Hill.
- VIEDMA, J.M., (1998). "La gestión del conocimiento y del capital intelectual", www.gestiondelcapitalintelectual.com, 1998.
- WEIBEL, P. & R. Eccles, (2000). "Pursuing value: The information reporting gap in the Swiss Capital Markets", PricewaterhouseCoopers LLP.

NOTAS.

¹ Administradoras de Fondos de Pensiones.

² Patrimonio a valor de mercado de todas las empresas que transan en las Bolsa de Valores de Santiago de Chile.