

Ana Isabel  
Fernández  
*Universidad de Oviedo*

# FUNDAMENTOS TEORICOS DE LA FINANCIACION EMPRESARIAL: UNA REVISION

## 1. Introducción

2. Marco conceptual de la administración financiera de la empresa.

3. Fundamentos teóricos de la administración financiera de la empresa.

A) El principio de valoración. B) Mercados eficientes. C) La gestión de carteras.

D) El valor, la estructura financiera y el coste de capital.

E) Teoría de opciones. F) Aportaciones de la teoría de la organización.

## 4. Conclusiones

## 1. INTRODUCCION

LA administración financiera de la empresa cuenta con una estructura teórica bien desarrollada que ofrece una forma rigurosa de pensar y acotar los problemas financieros del mundo real. En tanto que disciplina científica responde a la triple exigencia de describir la realidad económico-financiera de la empresa, facilitar la explicación de su comportamiento y formular predicciones científicas mediante la elaboración de modelos, en particular sobre el funcionamiento de los mercados financieros y la valoración de los activos financieros en los mismos.

La evolución de la disciplina financiera ha venido condicionada por el discurrir de las sucesivas transformaciones económicas, financieras y técnicas que, a su vez, han supuesto cambios en las funciones y responsabilidades propias de la administración financiera de la empresa, así

como en las competencias específicas de los responsables financieros. En este sentido del originario enfoque descriptivo de la financiación de empresas se ha pasado a otro que combina el análisis riguroso con la teoría normativa, de un campo centrado en la obtención de fondos a otro que incluye la gestión de activos, la asignación de capital y la valoración de la empresa por el mercado, y de un planteamiento que enfatizaba el análisis externo de la empresa a otro que pone el acento en la toma de decisiones dentro de la misma.

En este marco de evolución y enriquecimiento paulatino de la teoría financiera creemos que se hace necesario delimitar el contenido de la misma, desde una perspectiva de complementariedad, bajo la explícita consideración de los diferentes principios que han contribuido a su esclarecimiento.

## 2. MARCO CONCEPTUAL DE LA ADMINISTRACION FINANCIERA DE LA EMPRESA

La teoría financiera trata de estudiar la racionalidad del comportamiento de un agente económico —empresa, inversores individuales— ante la decisión de asignar sus recursos en el tiempo, buscando el equilibrio entre consumo e inversión. Definida de esta forma la teoría financiera busca conjugar rentabilidad y riesgo haciendo explícita referencia a los mercados financieros.

La administración financiera de la empresa participa y se nutre de los principios inspiradores de la teoría financiera y, como se observa en el gráfico 1 (Quintart, 1985), se ha ido enriqueciendo sucesivamente de modelos y técnicas en un intento por ofrecer una explicación adecuada a las nuevas condiciones y al nuevo modelo competitivo. Así, la teoría microeconómica elabora una construcción teórica de la empresa que le permite realizar predicciones relevantes sobre el funcionamiento de los mercados y la formación de los precios. Dicha construcción se caracteriza por su elevado nivel de abstracción, la empresa es tratada como una caja negra que se define por su función de producción (Salas, 1984, 10), trabaja en unos mercados, de los que obtiene unos *inputs* y a los que proporciona unos productos, y sobre ella se postulan unas reglas de conducta: racionalidad y maximización del beneficio. Asignación de recursos escasos, análisis marginal, costes de oportunidad, mercados

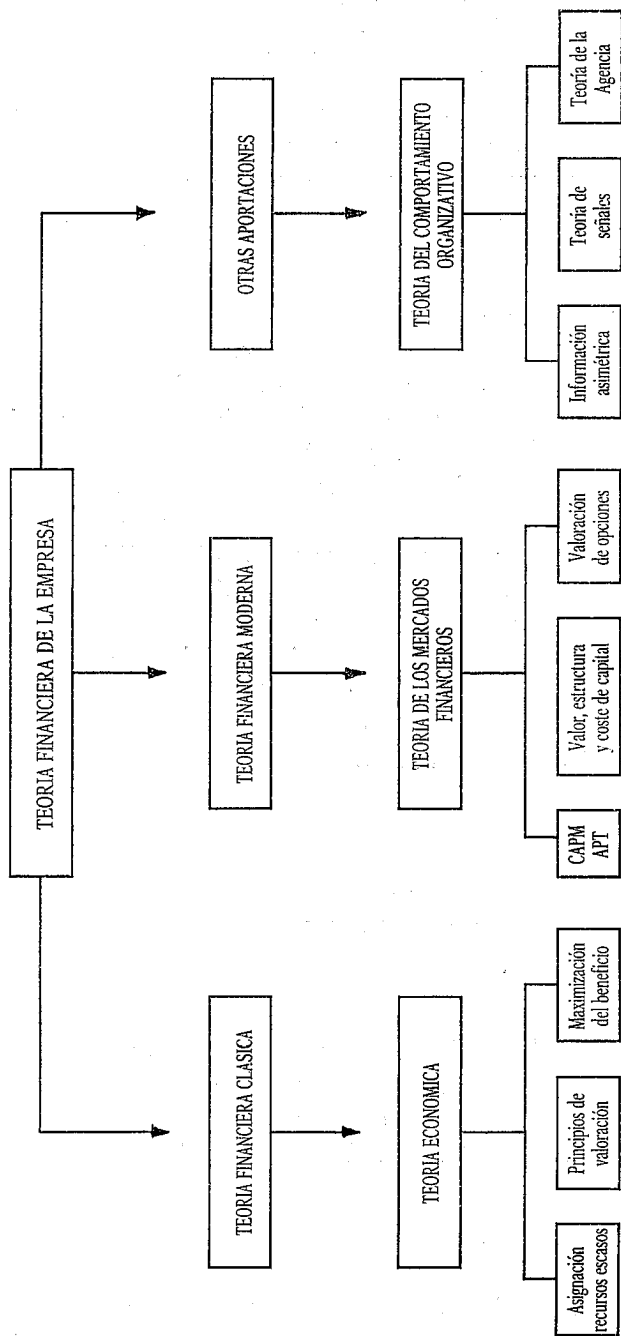


GRÁFICO 1.—Evolución de la teoría financiera de la empresa.

perfectos, elasticidad y tasa interna de rendimiento son algunos de los conceptos que la teoría económica proporciona al mundo de la gestión empresarial (Cockerill y Pickering, 1984, págs. 16 y ss.).

Estos planteamientos son complementados por las aportaciones de la teoría de los mercados financieros; fundamentalmente es preciso reseñar la importancia que para el posterior desarrollo de la teoría financiera ha tenido el modelo de precios de los activos financieros y más recientemente la teoría de la valoración de opciones. Por último, en esta evolución las tendencias más recientes giran en torno a las aportaciones de la teoría de la organización, es especial por lo que se refiere a la resolución de los conflictos de intereses entre los distintos agentes implicados en el valor de la empresa —accionistas, acreedores, administración y trabajadores—, así como la incidencia de la asimetría de la información entre los mismos y el impacto de la teoría de señales sobre las decisiones financieras individuales y de la empresa.

El problema que se le plantea a la dirección de la empresa es la utilización eficiente del conjunto de recursos disponibles, lo cual exige, en primer término, la formulación de un objetivo genérico que sirva de guía para medir el grado de realización del *performance* empresarial. Dicho objetivo es planteado en términos de la capacidad para la creación de valor en la empresa, de aumento de la riqueza de los accionistas; ahora bien, este objetivo no puede entenderse sino como parte integrante de la estrategia global de comportamiento de la empresa.

### 3. FUNDAMENTOS TEORICOS DE LA ADMINISTRACION FINANCIERA DE LA EMPRESA

En función de los principios inspiradores, microeconómicos y bursátiles, la teoría financiera se fundamenta en un conjunto de siete grandes bloques, con un carácter complementario entre sí y los cuales establecen las líneas directrices del contenido de la misma.

#### A) EL PRINCIPIO DE VALORACIÓN

La base del análisis es aportada por la teoría de la elección entre consumo e inversión. En este sentido, se observa cómo toda decisión

de inversión es función del tipo de interés, el cual se presenta como un criterio objetivo de elección fijado por el mercado. El tipo de interés es, pues, una tasa de equilibrio entre inversión productiva y asignación de recursos monetarios y, además, una tasa de intercambio entre los valores monetarios futuros y presentes.

Para determinar en qué medida un proyecto de inversión contribuye a la creación de riqueza en la empresa ésta debe valorar todos los costes y beneficios que supondrá, actuales y potenciales, y combinarlos en una medida simple, el «valor» del proyecto.

La evaluación de un proyecto de inversión no se agota, en cualquier caso, con la valoración de los parámetros rentabilidad y riesgo, sino que requiere también la consideración de otros factores, como son las interrelaciones entre financiación, rentabilidad, liquidez y riesgo, así como su aportación a la diversificación —de la cartera o de la empresa— al crecimiento o a la estrategia general de la empresa.

Esta lógica conduce a establecer como criterios de rentabilidad de las inversiones el valor actual neto y la tasa de rendimiento interno, contruidos ambos sobre un valor actual a maximizar; criterios que son aplicables a inversiones en títulos valores. Dichas medidas están concebidas, originalmente, en el entorno de mercados perfectos (1), y son operativas en el campo de los mercados eficientes. Este razonamiento permite extraer un principio de evaluación financiera: el valor actual de un activo, sea éste una empresa, proyecto de inversión, acción u obligación, es igual al valor actualizado de los flujos esperados de la posesión de dicho activo.

## B) MERCADOS EFICIENTES

Se dice que un mercado es eficiente si los precios formados en el mismo reflejan, de forma correcta —insesgada— por completo y en todo momento, toda la información disponible.

La hipótesis del mercado eficiente tiene su génesis en la teoría del recorrido aleatorio. En un mercado competitivo el precio de un bien o servicio es tal que la oferta es igual a la demanda agregada. Este precio representa un consenso de los miembros del mercado sobre el verdadero

---

(1) Caracterizados por la ausencia de impuestos y costes de transacción, idéntico coste de prestar que de endeudarse, activos divisibles e información simétrica y accesible para todos, y expectativas homogéneas respecto a la rentabilidad.

valor del bien o servicio basado en toda la información disponible. Si el ajuste o cambio en el precio ante la nueva información es instantáneo los cambios sucesivos de precios son independientes y aleatorios.

Un mercado es eficiente si los precios observados de los títulos en cualquier momento están basados en una correcta evaluación de toda la información disponible en ese momento. Semejante mercado incluye, instantáneamente, las consecuencias de los acontecimientos pasados y refleja las expectativas sobre los acontecimientos futuros. Así, el precio de un valor financiero es, en todo momento, una buena estimación de su valor intrínseco. Es imposible prever las variaciones futuras de este precio, puesto que todos los acontecimientos conocidos o anticipados ya están integrados en los precios actuales (Suárez Suárez, 1986).

Si los mercados de capital son eficientes entonces el valor de mercado de la empresa refleja el valor actual de los flujos de caja esperados de la empresa, incluyendo aquellos que se derivan de oportunidades de inversión futuras. Por tanto, la hipótesis de mercados eficientes tiene diversas implicaciones para la financiación empresarial. En primer lugar, no existe ambigüedad respecto a la función objetivo de la empresa: es preciso maximizar su valor actual de mercado (2). En segundo lugar, las decisiones que incrementan los beneficios, pero que no afectan a los flujos de caja, representan un esfuerzo baldío. En tercer lugar, si los nuevos títulos se emiten a precios de mercado (3) entonces el problema de la dilución de los beneficios de los antiguos propietarios se elimina. En cuarto lugar, el rendimiento de los títulos aparece como una medida significativa del rendimiento de la empresa.

### C) LA GESTIÓN DE CARTERAS

La teoría de carteras aporta interesantes propuestas para abordar la rentabilidad y el riesgo al desarrollar la idea de la diversificación de las inversiones en valores mobiliarios sobre la base de un principio general: una cartera de acciones puede presentar un riesgo más débil que el de cada acción tomada separadamente, mientras que el rendimiento de esta cartera es igual a la suma de los rendimientos medios de las acciones que la componen.

---

(2) Se elimina así el problema de elegir entre maximizar el valor actual o el valor futuro.

(3) Que representa un juicio insesgado de los futuros pagos.

Esta idea implica que es posible combinar de múltiples maneras los títulos para constituir carteras cuyos equivalentes se sitúan sobre una cartera eficiente de forma que la elección depende, en última instancia, de la función de utilidad del inversor (Markowitz, 1958).

La lógica del análisis conduce a la elaboración del modelo de precios de equilibrio de activos financieros, C.A.P.M., basado en la medida de la volatilidad ( $\beta$ ) del título que representa una medida del riesgo relativo de una acción en relación al mercado financiero. Una generalización de esta propuesta se encuentra en el modelo de evaluación por arbitraje (A.P.T.). El modelo C.A.P.M. ofrece una fórmula simple e intuitiva para calcular el precio de mercado de las acciones en función del riesgo del mismo. Es decir, el precio de riesgo del proyecto de la empresa (o del título) será una proporción de la covarianza del rendimiento del proyecto con relación al del mercado.

Igualmente, la metodología proporcionada por el C.A.P.M. puede ser utilizada en el cálculo del rendimiento esperado de un proyecto de inversión y en el contexto de la financiación permite determinar el rendimiento requerido por el mercado de capitales para valorar los títulos emitidos por la empresa.

#### D) EL VALOR, LA ESTRUCTURA FINANCIERA Y EL COSTE DE CAPITAL

Han sido numerosos los desarrollos que, asumiendo mercados de capital perfectos y comportamiento racional por parte de los agentes económicos, han analizado la estructura de capital de la empresa y han concluido la independencia de las decisiones financieras de la empresa y, por tanto, la irrelevancia de las políticas de endeudamiento y dividendos sobre el valor de la empresa en el mercado. Sin duda, es preciso reseñar los trabajos de Miller y Modigliani (1958, 1961).

Cuando la hipótesis de mercados perfectos es relajada en el análisis de las decisiones financieras debe considerarse la naturaleza e incidencia de las imperfecciones de mercado: 1, en mercados imperfectos las decisiones financieras pueden influir en la evaluación de la empresa por el mercado —efecto valoración— y, como consecuencia, las empresas se marcan metas a las que, como objetivos a largo plazo, ajustan sus decisiones financieras; 2, que los costes o restricciones del ajuste, en cuanto manifestación de las imperfecciones existentes en el mercado pueden ocasionar retardos, de forma que las empresas no podrían ajus-

tar completamente su actual estructura económico-financiera a la estructura normativa deseada, limitándose a mantener pautas de ajuste parcial; 3, las fricciones o imperfecciones de mercado pueden dar lugar a interdependencias entre las decisiones de inversión, financiación y dividendos (Jalilvand y Harris, 1984).

Hay que referirse también a los intentos por incorporar los intereses del equipo directivo al seno de la teoría financiera de la empresa. En este sentido, las teorías gerenciales postulan como función objetivo de los dirigentes empresariales la maximización de su propia utilidad y no la maximización de la riqueza de los accionistas. El argumento más importante que aparece en la función de utilidad gerencial es la seguridad. Esta se refuerza con el crecimiento, el cual, a su vez, permite alcanzar otras metas subsidiarias (*status*, poder, etc.). Ahora bien, la búsqueda del crecimiento supone la ejecución de las oportunidades de inversión rentables; además, desviaciones respecto al comportamiento del sector, en el que opera la empresa, no son deseables porque disminuye su seguridad al descender el precio de las acciones y crear insatisfacción entre los accionistas (Koutsoyiannis, 1980).

Todo ello parece confirmar la influencia que sobre las decisiones financieras ejercen una serie de variables como dimensión y estructura de los activos de la empresa, crecimiento de las ventas y política de autofinanciación, entre otras. Igualmente, ponen de manifiesto cómo las decisiones financieras de la empresa parecen ser adoptadas en función de ratios-objetivo a largo plazo, si bien en el corto plazo pudieran desviarse de éstos en respuesta a consideraciones temporales y a las condiciones del mercado.

#### E) TEORÍA DE OPCIONES

Uno de los mayores hitos en la evolución de la teoría financiera se produce en 1973 con el desarrollo por Black y Scholes de la fórmula para determinar el precio de una opción (4). Las implicaciones del modelo se traducen, fundamentalmente, en la posibilidad de valorar las acciones y la deuda de la empresa como un tipo especial de opciones, así como en que las oportunidades de inversión en activos reales pueden ser vistos como opciones, por tanto, plantea importantes implica-

---

(4) Una opción es el derecho a comprar o vender un activo financiero en un momento determinado a un precio determinado.



ciones en el análisis de los problemas relacionados con el presupuesto de capital.

Respecto a la administración financiera de la empresa la teoría de opciones:

— Posibilita la valoración de títulos complejos en el marco de la teoría de opciones y facilita, por tanto, el análisis de la estructura financiera.

— Permite solventar algunos de los problemas planteados por la utilización del valor actual neto en el presupuesto de capital. En especial por lo que se refiere a los factores estratégicos no considerados cuando se procede a descontar los flujos de caja esperados. Este procedimiento difícilmente considera los beneficios derivados de la flexibilidad operativa que un determinado proyecto puede suponer, así como los proyectos adicionales que pueden seguir a la inversión inicial.

Puesto que la flexibilidad y oportunidades de inversión pueden ser vistas como activos condicionales, para ser ejercidos sólo bajo determinadas condiciones futuras, existe la posibilidad de utilizar la teoría de valoración de opciones para obviar los problemas planteados por el valor actual neto.

— Plantea las bases para el estudio conjunto de la interrelación entre planificación estratégica y el presupuesto de capital.

Los contratos financieros desarrollados por una empresa son complejos en la medida en que en ellos se especifica los derechos que los proveedores de fondos —independientemente de su naturaleza, accionistas o acreedores— tendrán en el futuro, ahora bien, tales derechos sobre los rendimientos son inciertos y dependen de los estados futuros de la economía. Un contrato financiero es más complejo cuantos más posibles estados de naturaleza cubre (5), en este sentido, las opciones son contratos más simples que las acciones o la deuda, de forma que resulta más sencillo desarrollar los límites generales para valorar una opción en términos del precio de las acciones, actual y de ejercicio, y analizar qué efecto tienen diferentes factores como vencimiento —momento de ejercicio de la opción—, tipo de interés libre de riesgo —coste del dinero— y variación de los rendimientos del título subyacente.

---

(5) Los contratos complejos, en realidad, no son otra cosa que agregados de simples contratos que cubren un conjunto específico de estados posibles.

## F) APORTACIONES DE LA TEORÍA DE LA ORGANIZACIÓN

Los desarrollos presentados hasta este momento tienden a indicar que la teoría financiera tiene, esencialmente, dos soportes o dos inspiraciones de orden general: la teoría económica y los mercados financieros. En estas condiciones la teoría financiera de la empresa no sería una teoría de los mercados financieros en los cuales la empresa se percibe como un agente económico cuyas decisiones son el reflejo de comportamientos dictados y, eventualmente, sancionados por el mercado.

Sin embargo, la empresa es un conjunto que debe ser analizado en tanto que consenso entre diferentes grupos de individuos que, estimulados por sus funciones de utilidad respectivas, eligen reunirse para perseguir sus objetivos, siempre bajo la consideración del entorno. Es así como surgen y se comprenden mejor las implicaciones económico financieras de la disociación entre el poder —detentado por los dirigentes— y la propiedad —reivindicada por los accionistas.

El poder no tiene forzosamente los mismos objetivos que la propiedad, pues puede disponer de informaciones privilegiadas y estar atraído por intereses distintos, guiados hacia la seguridad de su puesto de trabajo, la cual puede venir reforzada por el crecimiento de la empresa.

En este sentido, la teoría de señales y la teoría de la agencia reposan sobre la contestación de varios principios que guiaban hasta entonces la reflexión económico-financiera y que estaban insertos, independientemente de cuál fuera su eficacia en relación a la realidad, bajo la forma de hipótesis para la construcción de modelos financieros: simetría de la información para todos los participantes en la empresa y la maximización del beneficio o del valor como objetivo común a los dirigentes y a los accionistas de la empresa.

Cuando la propiedad y el control de la empresa se encuentran separados, la dirección de la misma pudiera no identificarse con los intereses de los accionistas. Al estar más preocupada por su propia seguridad orienta su comportamiento hacia la satisfacción de su función de utilidad y sus decisiones hacia la búsqueda de un crecimiento sostenido de la empresa que garantice su continuidad al frente de la misma. Sin embargo, la dirección de la empresa aceptará el criterio de maximizar la riqueza de los accionistas en la medida en que los sistemas de incentivos y penalización establecidos motiven un comportamiento de sus miembros que asuma como propio el interés de los accionistas.

Las relaciones contractuales motivadas por este comportamiento, así como los costes asociados a las mismas pueden ser analizados en el mar-

co conceptual de la Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976). En este contexto el propietario —accionista— incurre en un coste para llevar a cabo el control del comportamiento de la gerencia —agente— y ésta, a su vez, incurre en costes para demostrar su comportamiento adecuado. De ahí que el coste total asociado con la relación de agencia tenga un triple componente: de control, de seguro, y la pérdida residual de valor que, como consecuencia, se origina en la empresa.

Por otra parte, los diferentes agentes económicos de la empresa no disponen de la misma información, antes bien, éste se caracteriza por presentar diversos grados de imperfección y asimetría. De esta forma los agentes «bien» informados pueden enviar señales al resto de participantes para indicar las verdaderas características de la empresa. Los dirigentes, en tanto que conocedores de información privilegiada sobre la empresa tratarán de comunicar un mensaje a los accionistas y acreedores, es decir, al mercado (Ross, 1977).

De forma general cada valor diferente que la empresa puede tomar después de haber enviado una señal está asociado con un coste, el cual está negativamente correlacionado con una característica de la empresa. Dicho atributo no es conocido *a priori* por el mercado y únicamente podrá ser verificado por el comportamiento real posterior de la empresa. Por tanto, la emisión de una señal puede suponer costes ligados a una pérdida de utilidad por la gerencia, a una reducción de la remuneración de los accionistas o a la negociación de un contrato que conlleva incentivos y penalización para la gerencia.

Las aportaciones de la teoría de la organización permiten explicar teóricamente la existencia de comportamientos reales observables, como, por ejemplo, los que son diseñados por los métodos de resolución de conflictos y asimetría de la información entre dirigentes, accionistas y acreedores, que no estaban justificados *a priori* ni demostrados *a posteriori* por los esquemas clásicos o modernos del pensamiento financiero.

#### 4. CONCLUSIONES

Los aspectos señalados plantean la existencia, en relación con la administración financiera de la empresa, de un conjunto de temas y conocimientos bien definidos que conforman el marco conceptual de la disciplina y que pueden sintetizarse en los siguientes puntos:

— El criterio del valor actual, determinado mediante el descuento de los futuros flujos de caja a la tasa de retorno esperada —o requerida en equilibrio— por los potenciales proveedores de fondos.

— Mercados de capitales perfectos y eficientes. Permite analizar el comportamiento de los precios de los títulos en el tiempo bajo la idea de que aquéllos reflejan fielmente toda la información relevante para la valoración de la empresa.

— Teoría de carteras. El modelo de precios de equilibrio de activos financieros ofrece una metodología para determinar la tasa de rendimiento de una inversión. El riesgo no diversificable (de mercado) que presenta una inversión es definido en función de la forma en que ésta es afectada por un cambio en el rendimiento esperado de todos los activos del mercado.

— La teoría de opciones. Permiten la valoración de los títulos de los proveedores de fondos de la empresa y las oportunidades de inversión en activos reales en términos de las opciones que representan siendo las únicas variables relevantes: el precio y la fecha de ejercicio de la opción, así como el riesgo de los activos que las soportan, fundamentalmente.

— Aportaciones de la teoría de la organización. La consideración de las aportaciones de la teoría de la agencia o la existencia de información asimétrica permiten explicar comportamientos reales —conflictos entre dirigentes, acreedores y accionistas— que no venían demostrado por los esquemas clásicos del pensamiento financiero.

La administración financiera de la empresa entendida como disciplina integrada por las aportaciones señaladas permite a la teoría financiera moderna conectar con la estrategia empresarial y explorar la relación existente entre ambas. Con un enfoque como el descrito se obvian, parcialmente al menos, las diferencias que en lenguaje y cultura surgen entre la teoría financiera y la planificación estratégica.

#### REFERENCIAS

- BARNEA, A.; HAUGEN, R. A., y SEMBET, L. W. (1981): «Market imperfections, agency-problems, and capital structure: Theory and evidence», *Financial Management*, Summer, págs. 7-22.
- BLACK, F., y SCHOLES, M. (1973): «The Pricing of options and Corporate Liabilities», *Journal of Political Economy*, May-Juín, págs. 654-673.

- BREALEY, R., y MYERS, S. (1984): *Principles of Corporate Finance*, McGraw Hill, 2.<sup>a</sup> edición.
- COCKERILL, T., y PICKERING, J. (ed.) (1985): *The Economic Management of the Firm*, Philip Allan Publishers, Oxford.
- COPELAND, T., y WESTON, F. (1983): *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison-Wesley.
- COX, J. C., y RUBINSTEIN, M. (1984): *Options Markets*, Englewood Cliffs, N.J. Prentice Hall.
- JENSEN, M. C., y MECKLING, W. (1976): «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure», *Journal of Financial Economics*, 3, October, págs. 11-25.
- JENSEN, M. C. y SMITH, C. W. (1984): *The Modern Theory of Corporate Finance*, McGraw Hill, series in Finance.
- KOUTSOYIANNIS, A. (1982): *Non-Price Decisions. The Firm in a Modern Context*, McMillan Press.
- LUTZ, F. (1951): *The Theory of Investment in Firm*, Princeton. University Press.
- MARKOWITZ, H. (1959): *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, John Wiley, Nueva York.
- MILLER, M. H. (1961): «Dividend Policy, Growth and the valuation of Shares», *Journal of Business*, 34, October, págs. 411-433.
- MILLER, M. H., y MODIGLIANI, F. (1985): «The Cost of Capital, Corporation Finance and the theory of Investment», *American Economic Review*, 48, June, páginas 261-297.
- QUINTART (1985): «La Théorie Financière Neoclassique», *Gestion 2.000*, números 2 y 3, págs. 19-53 y 13-47.
- ROSS, S. (1973): «The economic theory of agency: The Principal Problems», *American Economic Review*, 63-2, págs. 134-139.
- ROSS, S. (1977): «The Determination of Financial Structure. The incentive signalling Approach», *Bell Journal of Economics*, 8-1, págs. 21-40.
- SALAS, V. (1984): «Economía Teórica de la Empresa», *I.C.E.*, julio, págs. 9-22.
- SHARPE, W. (1978): *Investments*, Englewood Cliffs. Prentice Hall, New Jersey.
- SOLOMON, E. (1963): *The Theory of Financial Management*, Columbia, University Press.
- SUÁREZ SUÁREZ, A. S. (1986): *Decisiones óptimas de inversión y Financiación*, Pirámide, Madrid.