Teoría de la inversión

Francisco Blanco Ramos
Máximo Ferrando Bolado
María Fuencisla Martínez Lobato



PIRÁMIDE

Teoría de la inversión

FRANCISCO BLANCO RAMOS
MÁXIMO FERRANDO BOLADO
MARÍA FUENCISLA MARTÍNEZ LOBATO
PROFESORES DE DIRECCIÓN FINANCIERA DEL DEPARTAMENTO DE FINANZAS EMPRESARIALES
DE LA UNIVERSIDAD DE VALENCIA

Teoría de la inversión

EDICIONES PIRÁMIDE

COLECCIÓN «ECONOMÍA Y EMPRESA»

Director:
Miguel Santesmases Mestre
Catedrático emérito de la Universidad de Alcalá

Edición en versión digital

Está prohibida la reproducción total o parcial de este libro electrónico, su transmisión, su descarga, su descompilación, su tratamiento informático, su almacenamiento o introducción en cualquier sistema de repositorio y recuperación, en cualquier forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, conocido o por inventar, sin el permiso expreso escrito de los titulares del copyright.

© Francisco Blanco Ramos, Máximo Ferrando Bolado y María Fuencisla Martínez Lobato, 2015
© Primera edición electrónica publicada por Ediciones Pirámide (Grupo Anaya, S. A.), 2015
Para cualquier información pueden dirigirse a piramide_legal@anaya.es
Juan Ignacio Luca de Tena, 15. 28027 Madrid
Teléfono: 91 393 89 89
www.edicionespiramide.es
ISBN digital: 978-84-368-3308-9

A nuestros padres.

Índice

Prólogo 13

PARTE PRIMERA
Dirección financiera de la empresa: decisiones de inversión productivas

1. La dirección financiera de la empresa *(F. Blanco Ramos y M. Ferrando Bolado)* 21

1.1. La empresa como sistema 23
1.2. Los flujos financieros de la empresa y el equilibrio económico-financiero 29
1.3. La teoría financiera de la empresa 36
1.4. Riesgo económico y riesgo financiero 41
1.5. Un ejercicio de aplicación 52
Preguntas 56

2. El valor del dinero en el tiempo *(M. Ferrando Bolado)* 59

2.1. Significado económico de la capitalización y del descuento 61
2.2. Tipo de interés real y tipo de interés nominal sin riesgo 65
2.3. Tipos de interés nominal y real con riesgo y con impuestos 69
2.4. Tipos de interés trimestrales, mensuales y continuos 77
2.5. Un ejercicio de aplicación 80
Preguntas 84

© Ediciones Pirámide

3. La decisión de invertir *(F. Blanco Ramos y M. Ferrando Bolado)* . 87

3.1. Concepto de inversión 89
3.2. Características financieras que definen una inversión 91
3.3. Estimación de los flujos netos de caja 95
3.4. Clasificación de las inversiones 106
3.5. Un ejercicio de aplicación 109
Preguntas 117

PARTE SEGUNDA
Selección de inversiones productivas con certeza y sin apalancamiento

4. El valor actual neto: fundamentos teóricos y coste de oportunidad del capital *(F. Blanco Ramos y M. Ferrando Bolado)* 121

4.1. Consideraciones generales 123
4.2. Los mercados financieros y el ajuste de las pautas de consumo-inversión 126
4.3. Existencia de oportunidades de inversión productiva e incremento de la riqueza del inversor: el teorema de la separación de Fisher 132
4.4. El criterio del Valor Actual Neto *(VAN)* 138
4.5. El coste de oportunidad del capital: primeras consideraciones 144
4.6. Un ejercicio de aplicación 146
Preguntas 148

5. Otros criterios de valoración de inversiones *(F. Blanco Ramos)* ... 151

5.1. El criterio de la Tasa Interna de Rentabilidad *(TIR)* 153
5.2. El criterio del plazo de recuperación 163
5.3. El criterio del índice de rentabilidad 166
5.4. Un ejercicio de aplicación 168
Preguntas 176

6. Comparación de los criterios *VAN* y *TIR (F. Blanco Ramos)* 179

6.1. La valoración de proyectos de inversión simples 181
6.2. La ordenación de proyectos de inversión simples y homogéneos 185
6.3. Discrepancias en la ordenación jerárquica 188
6.4. La ordenación de proyectos no homogéneos 194
6.5. Un ejercicio de aplicación 197
Preguntas 204

© Ediciones Pirámide

PARTE TERCERA
Selección de inversiones productivas con riesgo y/o apalancamiento

7. Selección de inversiones productivas con riesgo *(F. Martínez Lobato)* 209

7.1. Métodos sencillos de introducción del riesgo: el método de la tasa de descuento ajustada al riesgo y el método de los equivalentes de certeza .. 211
7.2. Análisis de sensibilidad 215
7.3. Punto de equilibrio 220
7.4. El modelo de Hillier 223
7.5. Análisis de las decisiones secuenciales: árboles de decisión 229
7.6. Un ejercicio de aplicación 243
Preguntas 248

8. Interrelación entre las decisiones de inversión y de financiación *(M. Ferrando Bolado)* 251

8.1. Efecto de las decisiones de financiación sobre los flujos netos de caja esperados y sobre la tasa de actualización 253
8.2. El método del valor actual ajustado 258
8.3. El método del coste medio ponderado del capital 268
8.4. El método del flujo de caja de los accionistas 276
8.5. Un ejercicio de aplicación 278
Preguntas 283

PARTE CUARTA
Inversiones financieras y tasa de retorno requerida

9. Rentabilidad y riesgo de las carteras de inversión *(M. Ferrando Bolado y F. Martínez Lobato)* 289

9.1. Las inversiones financieras en un universo media varianza 291
9.2. Rentabilidad y riesgo de un título 295
9.3. Rentabilidad y riesgo de una cartera 298
9.4. Ventajas de la diversificación. Riesgo sistemático y riesgo específico ... 305
9.4.1. Ventajas de la diversificación 305
9.4.2. La diversificación ingenua. Riesgo sistemático y riesgo específico 316
9.5. Un ejercicio de aplicación 319
Preguntas 326

© Ediciones Pirámide

10. Selección de carteras y valoración de activos *(M. Ferrando Bolado y F. Martínez Lobato)* 329

10.1. Selección de carteras: modelo de Markowitz y modelo de Tobin 331
10.1.1. Modelo de Markowitz de selección de carteras..... 332
10.1.2. El modelo de Tobin y el teorema de la separación 350
10.2. Equilibrio del mercado de capitales: modelo CAPM y la línea del mercado de capitales (*Capital Market Line*, CML)..... 356
10.3. La línea del mercado de títulos (*Security Market Line,* SML) 362
10.4. Valoración de activos financieros y de inversiones productivas 381
10.5. Un ejercicio de aplicación..... 389
Preguntas..... 394

Respuestas a las preguntas..... 397

Bibliografía..... 399

© Ediciones Pirámide

Prólogo

En su día, la entrada en vigor de los Nuevos Planes de Estudio de 1993 nos obligó a replantear el contenido de nuestro libro, *Dirección financiera de la empresa,* coordinado y dirigido por la catedrática de Economía Financiera, doctora doña Matilde Fernández Blanco. Debido al carácter semestral de los nuevos módulos teóricos y prácticos y a que estos módulos podían formar parte tanto del plan de estudios de una licenciatura adscrita a una facultad como de una diplomatura adscrita a una escuela universitaria, no necesariamente de la rama económico-empresarial, en el curso académico 1995-1996 creímos conveniente parcelar dicho libro y elaborar, a partir de entonces, nuevas ediciones más reducidas dirigidas a cursos específicos.

Después de varias reediciones y de una segunda edición (modificada o reducida en unos casos y ampliada en otros), esta nueva edición incorpora cambios significativos derivados de una readaptación de nuestro libro a los nuevos grados. En efecto, el paso de las licenciaturas de cinco años a los grados de cuatro cursos nos ha obligado a reducir la extensión de un capítulo y a eliminar otro, y también hemos tenido que incorporar dos nuevos capítulos sobre las inversiones financieras y la tasa de retorno requerida. De modo que ahora no es sólo un libro dedicado a las inversiones productivas de las empresas, sino que también aborda el tratamiento de las inversiones financieras. Ello nos ha llevado a cambiar el título del libro: *Teoría de la inversión,* ya que ahora se analizan tanto las inversiones empresariales de tipo económico como las inversiones financieras que pueda realizar un inversor particular o institucional.

Esta nueva edición consta de diez capítulos estructurados en cuatro partes:

— Dirección financiera de la empresa: decisiones de inversión productivas.
— Selección de inversiones productivas con certeza y sin apalancamiento.
— Selección de inversiones productivas con riesgo y/o apalancamiento.

© Ediciones Pirámide

— Inversiones financieras y tasa de retorno requerida.

El estudio de la parte primera —*Dirección financiera de la empresa: decisiones de inversión productivas*— se realiza en tres capítulos. El primero de ellos es de tipo teórico y pretende introducir al lector en los conceptos económico-empresariales básicos, así como en la problemática económica y financiera de la empresa: flujos financieros de entrada y salida, ciclos de transformación financiera a largo plazo y a corto plazo, riesgo económico y financiero, etc.

Para comprender mejor el significado económico de los criterios *VAN (Valor Actual Neto)* y *TIR (Tasa Interna de Rentabilidad),* que constituyen el núcleo de este libro, se ha destinado un capítulo completo, el segundo, al estudio de los útiles necesarios para el cálculo de los mismos (capitalización y descuento, rentas, etc.), así como al concepto de tipo de interés y los factores que lo componen.

La parte primera se cierra con un capítulo dedicado al concepto de inversión y a los distintos tipos de inversiones que se pueden distinguir, y se presta una especial atención a la estimación de los flujos netos de caja después de impuestos que se prevé va a originar una inversión, partiendo para ello de los estados financieros previsionales de la empresa.

En la parte segunda —*Selección de inversiones productivas con certeza y sin apalancamiento*— se analizan diversas medidas que se pueden utilizar a la hora de intentar averiguar la rentabilidad de las inversiones empresariales (criterios *VAN* y *TIR*, plazo de recuperación, índice de rentabilidad, etc.). Los cálculos se realizan partiendo de situaciones muy sencillas y alejadas de la realidad con la finalidad de hacer más fácil su comprensión al lector. Así, se suponen situaciones de certeza, con lo cual los flujos netos de caja son valores puntuales o fijos sin posibilidad de variación o de error, esto es, sin riesgo. Igualmente, se supone que se financia el proyecto de inversión únicamente con recursos propios, para dejar momentáneamente de lado los problemas inherentes al riesgo financiero, y también se supone que los mercados de capitales son perfectos, no existiendo racionamiento alguno de capital.

En el capítulo cuarto se profundiza más en los fundamentos teóricos del valor actual neto, introduciendo de entrada al lector en la discusión de cuál debe ser la tasa de descuento requerida (coste de oportunidad del capital) que hay que emplear en el criterio *VAN,* que vendrá dada por el estándar de comparación de la inversión real que exista en el mercado financiero. De este modo, aceptando proyectos de inversión cuya rentabilidad supere a la tasa de corte o rentabilidad mínima exigida que proporciona el mercado financiero, se creará valor, aumentando así la cotización en Bolsa de las acciones de la empresa y la riqueza de sus accionistas.

El capítulo quinto desarrolla el resto de los criterios dinámicos de selección de inversiones: tasa interna de rendimiento, plazo de recuperación e índice de rentabilidad, mostrando que todos ellos presentan determinadas limitaciones que

© Ediciones Pirámide

el criterio *VAN* no tiene, por lo que se propugna el uso de éstos de forma complementaria al *VAN* más que de modo sustitutivo o alternativo.

En el capítulo sexto, último de la parte segunda, se aborda la temática de la valoración y jerarquización de los proyectos de inversión mediante los criterios *VAN* y *TIR,* mostrando los problemas que se pueden presentar, así como las posibles vías de solución.

Debido al análisis inicial introductorio que se ha realizado en la segunda parte de los modelos tradicionales de selección de inversiones, el bloque siguiente del libro, la parte tercera —*Selección de inversiones con riesgo y/o apalancamiento*—, es la que entra de lleno en la valoración de las oportunidades de inversión de tipo económico en situaciones más cercanas a la realidad de las empresas.

De este modo, el capítulo séptimo introduce de forma explícita el riesgo, primero de forma sencilla y, luego, considerando directamente los flujos netos de caja generados por un proyecto de inversión como variables aleatorias, lo cual conduce a hablar no sólo del *VAN* esperado del mismo (como medida de rentabilidad o deseabilidad), sino también de su varianza (como medida del riesgo o no deseabilidad). Asimismo, dada esta variabilidad del *VAN,* se aconseja también completar el estudio con un análisis de sensibilidad del valor actual neto respecto de aquellas variables críticas que pueden volverlo negativo, así como la necesidad que surge muchas veces de medir la rentabilidad no de inversiones consideradas de forma aislada, sino de secuencias de inversiones que están influidas por las decisiones de inversión que se tomaron en el pasado y que influyen sobre las decisiones de inversión futuras.

En el capítulo octavo se estudian los criterios de selección de inversiones en un contexto de riesgo y con apalancamiento financiero, es decir, considerando que un proyecto de inversión arriesgado, en la práctica, suele estar financiado en parte con recursos ajenos y en parte con recursos propios. En definitiva, se reconoce que las empresas soportan tanto un riesgo económico (derivado del activo y su composición) como un riesgo financiero (originado por el peso del endeudamiento dentro de su estructura financiera) y se desarrollan tres criterios de selección de inversiones que, bajo determinados supuestos, pueden en ocasiones conducir al mismo resultado: el valor actual ajustado, el coste medio ponderado del capital y el método del flujo de caja de los accionistas.

Por último, en la parte cuarta —*Inversiones financieras y tasa de retorno requerida*— se aborda el tema de cuál debe ser la tasa de descuento ajustada al riesgo que se debe emplear en la valoración de las inversiones productivas estudiadas hasta ahora.

Esa tasa requerida, o ajustada al riesgo de cada inversión empresarial, la proporciona el mercado; de ahí que en los dos últimos capítulos se desarrolle el tratamiento de las inversiones financieras que pueda realizar un inversor particular o institucional y el modelo CAPM de valoración de los activos financieros.

© Ediciones Pirámide

En la selección de inversiones de Markowitz, se parte de unos supuestos relativos al comportamiento de un inversor racional, lo que da lugar al universo media-varianza en el cual los individuos toman sus decisiones de inversión en activos de capital. La conclusión lógica es que, en mercados eficientes y competitivos, por más bien que se diversifiquen las inversiones, no se puede aspirar o pretender rentabilidades más elevadas si no es corriendo un mayor riesgo.

El añadido posterior de supuestos adicionales sobre los mercados financieros, particularmente las expectativas homogéneas de los inversores y el equilibrio de los mercados de capitales, permite llegar al modelo CAPM *(Capital Asset Pricing Model),* en inglés, y MEAF *(Model d'Équilibre des Actives Financiers),* en francés. La relación fundamental del modelo CAPM es la SML *(Security Market Line),* o línea del mercado de títulos, que muestra la rentabilidad adecuada al riesgo no diversificable o de mercado de cada activo financiero y, también, de cualquier cartera de inversión.

Aunque hay capítulos de carácter más introductorio y teórico, como el primero y el tercero, dedicados a la función financiera en la empresa y al concepto y clasificación de las inversiones, en general el libro tiene un enfoque teórico-práctico. En unos capítulos, las explicaciones teóricas se acompañan con un ejercicio de aplicación resuelto en un apartado final, mientras que en otros, como el capítulo segundo y los de la parte tercera, los ejemplos numéricos o bien aparecen al final de cada epígrafe, o bien son la base con la que se sustenta el propio razonamiento teórico. En cualquier caso, todos los capítulos terminan con un ejercicio de aplicación.

Una vez mostrado el planteamiento del libro y los hilos conductores del mismo, es obligado entrar en el apartado de reconocimientos y agradecimientos.

En primer lugar, queremos mencionar a los distintos compañeros del Departament de Finances Empresarials de la Universitat de València, que han impartido con nosotros docencia en cursos básicos de Dirección Financiera y que, con sus comentarios y sugerencias, han enriquecido este libro.

En segundo lugar, no podemos olvidar a los estudiantes de las distintas promociones de la Facultat d'Economia de la Universitat de València, con quienes nuestro contacto diario durante estos años ha dado lugar a una interacción en donde sus preguntas y nuestros deseos porque nos entendieran más y mejor han inducido un proceso clarificador que se retroalimenta y nos obliga a puntualizar cada vez más y a ser más precisos en nuestros desarrollos. Las mejoras de unas ediciones a otras son debidas a todos ellos: profesores y estudiantes. Las omisiones, errores o puntos oscuros, que sin duda seguirán subsistiendo, evidentemente, sólo tienen unos responsables, los autores.

En tercer lugar, no se nos ocurre mejor homenaje a nuestra maestra, compañera y amiga, doctora doña Matilde Fernández Blanco, que transcribir el último párrafo del prólogo, por ella escrito, del libro *Dirección financiera de la empresa* del cual esta obra se desgajó en su día:

© Ediciones Pirámide

> «*Finance is beautiful,* así rezaba la primera transparencia proyectada a través del ordenador en la primera clase de un curso superior en una universidad americana. Esperamos saber transmitir en este texto, ... , si no el conocimiento necesario, al menos el interés por la materia, el deseo de profundizar en su estudio y, por qué no, el amor que sentimos por esta área de la dirección financiera de la empresa».

Finalmente, en último lugar, aunque ellas saben que son las primeras en nuestro pensamiento, sólo nos resta citar a nuestras familias, por su sacrificio, paciencia y apoyo durante los meses de elaboración de este trabajo y, en general, a lo largo de nuestra labor docente e investigadora en la universidad.

Valencia, febrero de 2015.

LOS AUTORES

© Ediciones Pirámide

PARTE PRIMERA
Dirección financiera de la empresa: decisiones de inversión productivas

1 La dirección financiera de la empresa

F. Blanco Ramos
M. Ferrando Bolado

1.1. La empresa como sistema.
1.2. Los flujos financieros de la empresa y el equilibrio económico-financiero.
1.3. La teoría financiera de la empresa.
1.4. Riesgo económico y riesgo financiero.
1.5. Un ejercicio de aplicación.
Preguntas.

1.1. LA EMPRESA COMO SISTEMA

Muchos investigadores han aplicado la metodología de la teoría general de sistemas en el ámbito de la Economía de la Empresa. Su carácter interdisciplinario ha proporcionado una metodología de gran valor para abordar la amplia y compleja problemática empresarial actual.

La noción fundamental de la teoría general de sistemas es el concepto de sistema. Un *sistema* puede definirse como un conjunto de partes o elementos interdependientes relacionados entre sí de manera no fortuita para alcanzar unos objetivos, para lo cual realiza un conjunto de actividades o funciones que le son básicas o características, las cuales le conducirán a un determinado estado o situación final. Este proceso de transformación da lugar a las salidas del sistema a partir de las entradas y constituye el aspecto fundamental del mismo. En resumen, un sistema queda caracterizado por la existencia de:

a) Un conjunto de partes o *elementos interdependientes* entre sí que lo integran.

b) Un conjunto de *relaciones no fortuitas* (denominado *estructura* del sistema o *proceso*) que unen a las partes o elementos del sistema.

c) Un *objetivo común* que se pretende alcanzar y en razón del cual se producen (de forma natural o artificial) el conjunto de relaciones no fortuitas entre los elementos del sistema.

d) La realización de un *conjunto de funciones* o actividades específicas, propias o características del sistema, con la finalidad de alcanzar los objetivos.

e) Un conjunto de posibles *estados o situaciones finales* del sistema. La concreción de uno u otro dependerá de cómo se ejecuten las funciones básicas o características.

© Ediciones Pirámide

El ente que reúne las características enunciadas se denomina sistema y posee tres propiedades que le son intrínsecas: globalidad, homeostasis y finalidad. *Globalidad,* porque cualquier estímulo que afecte a alguno de sus elementos repercutirá sobre el resto y, por tanto, sobre el conjunto. *Homeostasis,* por su capacidad de adaptación ante cualquier estímulo que se produzca. Y *finalidad,* porque está orientado a la consecución de un fin u objetivo.

Siguiendo a Cañibano[1], una representación gráfica sencilla del concepto de sistema sería la expuesta en la figura 1.1.

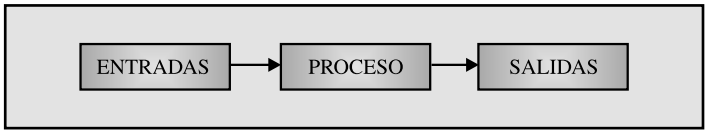


Figura 1.1

Bueno, Cruz y Durán definen la empresa como «un conjunto de factores de producción, financieros, técnicos y humanos, localizados en una o varias unidades técnicas y físico-espaciales, ordenadas según las normas de una determinada estructura organizativa, dirigidas en función de una determinada combinación entre propiedad y control con el ánimo de alcanzar unos objetivos determinados»[2]. Siguiendo esta concepción, en la empresa podemos encontrar:

— Un conjunto de elementos financieros, técnicos y humanos.
— Un conjunto de relaciones no fortuitas establecidas por el empresario, que se concretan en la estructura organizativa formal de la empresa y que relacionan de forma precisa personas y medios materiales disponibles.
— Un objetivo común como meta a alcanzar en un determinado período de tiempo denominado período de planificación.
— Un conjunto de funciones básicas o características (funciones de aprovisionamiento, producción, distribución, financiera y administración) que deberá realizar para tratar de alcanzar los objetivos definidos.
— Un conjunto de posibles estados finales o niveles de consecución de objetivos que puede alcanzar la empresa dependiendo de cómo ejecute sus funciones características.

[1] Cañibano, L. (1973): p. 45.
[2] Bueno, E., Cruz, I. y Durán, J. J. (1991): p. 48.

© Ediciones Pirámide

La empresa, por tanto, es un conjunto de elementos interdependientes, relaciones no fortuitas, objetivos a alcanzar, funciones a desarrollar y estados finales. Es, en definitiva, «un sistema que cumple todas las características propias del mismo: sus elementos o partes están en constante interrelación, existiendo una estrecha dependencia entre sus componentes (goza, por tanto, de globalidad); cualquier estímulo sobre cualquiera de sus elementos incide inmediatamente sobre el resto, tendiéndose a alcanzar un nuevo equilibrio (homeostasis), y, por último, está orientada a alcanzar unos objetivos determinados (finalidad)»[3].

Gráficamente podemos representar[4] al sistema empresa tal como muestra la figura 1.2.

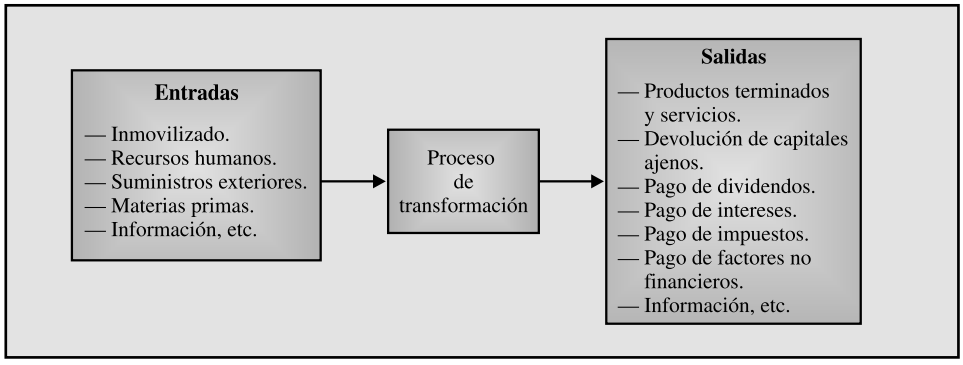


Figura 1.2

Precisando más la concepción de la empresa como sistema, podemos calificarlo como un sistema físico, artificial y abierto.

Es un *sistema físico* porque los elementos que lo integran son cuantificables de alguna manera; es un *sistema artificial* porque no existiría como tal a no ser por la actividad humana, y es un *sistema abierto* porque mantiene una dinámica interacción con su medio ambiente: clientes, proveedores, competidores, sindicatos, Gobierno y otros muchos agentes económicos y sociales.

Siguiendo a Timms, un sistema puede concebirse como «un ente que engloba partes interrelacionadas llamadas subsistemas»[5], las cuales, al reunir las mismas características que el sistema, pueden considerarse individualmente como sistemas[6].

---

[3] Fernández Blanco M. y otros (1992): p. 49.
[4] Cañibano, L. (1973): p. 51.
[5] Timms, H. L. (1970): p. 88.
[6] Existen enfoques distintos según autores y tendencias, por lo que se dan diferentes divisiones de la empresa en subsistemas.

© Ediciones Pirámide

En este sentido, Bachiller, Lafuente y Salas[7], siguiendo a Ansoff, consideran que la empresa es una organización que pretende alcanzar unos determinados objetivos mediante la realización de dos procesos diferentes, pero íntimamente relacionados: el proceso directivo y el proceso logístico. El *proceso directivo* es el encargado de la fijación y logro de los objetivos empresariales, su actividad genera un *flujo de información*. Una vez fijados los objetivos empresariales, el *proceso logístico* se encargará de transformar los factores productivos en bienes y servicios que serán vendidos en el mercado; este proceso generará en la empresa una *corriente de naturaleza real* (bienes y dinero).

Bueno, Cruz y Durán[8], atendiendo a la propiedad enunciada por Timms, afirman que el sistema empresa puede dividirse, y, por tanto, estudiarse, según la distinta naturaleza de los flujos o circulación de valores que se produce en su seno. Aparecen dentro del sistema empresa dos subsistemas: *sistema de administración* y *sistema físico,* tal como muestra la figura 1.3.

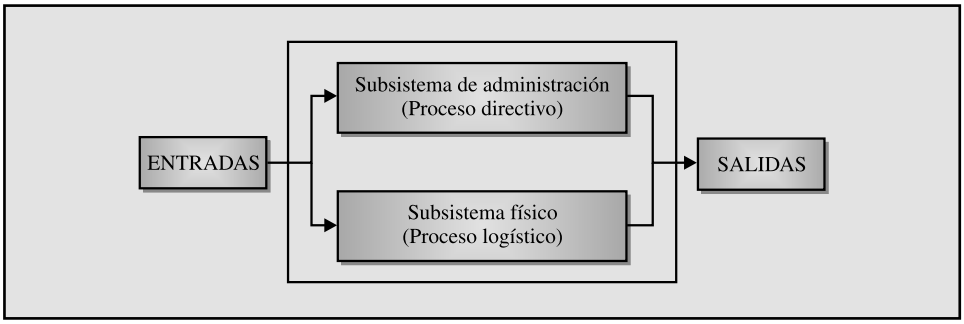


Figura 1.3

I. Sistema de administración

El *sistema de administración* es el encargado de fijar los objetivos empresariales, así como de plantear el conjunto de actividades a desarrollar para alcanzar dichos objetivos *(planificación);* sobre la base de lo planificado, relaciona de forma precisa los medios humanos y materiales disponibles *(organización),* y verifica el grado de cumplimiento de los objetivos, proponiendo las acciones correctoras que fueran necesarias *(control)*.

En el sistema de administración se desarrolla la función de administración y se corresponde con el proceso directivo de Ansoff. En su seno se producen flujos

[7] Bachiller, A., Lafuente, A. y Salas, V. (1987): p. 17, y Ansoff, H. I. (1976).
[8] Bueno, E., Cruz, I. y Durán, J. J. (1991): pp. 115 a 117.

© Ediciones Pirámide

de información: *entra información y sale información* transformada en forma de *decisiones* que tendrá que ejecutar el sistema físico.

II. Sistema físico

Fijados los objetivos empresariales, el *sistema físico* transforma los factores de producción en productos terminados, bienes y servicios que serán vendidos en el mercado, realizando para ello las *funciones financiera, de aprovisionamiento, de producción y de distribución*. Este proceso de transformación de los flujos reales (tanto físicos como financieros) es denominado por Ansoff proceso logístico.

En el *sistema físico* se produce una circulación de carácter real: *entran bienes* con unas determinadas características *y salen bienes* con otras características diferentes.

A su vez, Bachiller, Lafuente y Salas[9] distinguen en el sistema físico, o proceso logístico, un proceso logístico real y un proceso logístico financiero, que pueden asimilarse, tal como muestra la figura 1.4, a los *sistemas físico-económico* y *físico-financiero*[10], y en los cuales los flujos que integran la circulación real que se produce en ellos presentan, respectivamente, una naturaleza material o financiera.

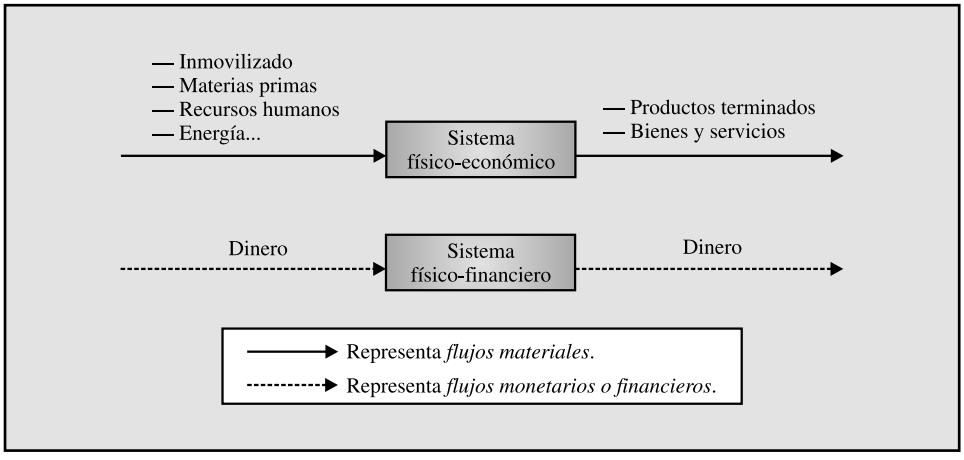


Figura 1.4

[9] Bachiller. A., Lafuente, A. y Salas, V. (1987): pp. 17 y 18.
[10] Bueno, E., Cruz, I. y Durán, J. J. (1991): p. 117

© Ediciones Pirámide

a) *Sistema físico-económico*

En el *sistema físico-económico* nos encontramos con valores en unidades físicas; es decir, con unos *flujos de bienes físicos de entrada* (materias primas, mano de obra, energía, bienes de equipo, etc.) y *de salida* (productos terminados y servicios) en el interior de la empresa y entre la empresa y el exterior. Comprende las *funciones de aprovisionamiento, producción* y *distribución*.

b) *Sistema físico-financiero*

La actividad desarrollada en el sistema físico-económico genera una corriente de bienes y servicios que valorados en unidades monetarias dan lugar a unos *flujos de dinero inducidos* entre los elementos de la empresa y entre la empresa y su entorno; es decir, se originan corrientes monetarias en el seno del *sistema físico-financiero* de *sentido opuesto* a las materiales.

En este sistema se ejecuta la *función financiera* de la empresa en su doble vertiente de aplicación de fondos *(función de inversión)* y de captación de fondos *(función de financiación)*.

En definitiva, Cañibano[11] considera que, desde una perspectiva funcional, el estudio del sistema empresa pasa por el análisis de los siguientes *subsistemas funcionales*[12]:

a) Subsistema de aprovisionamiento.
b) Subsistema de producción.
c) Subsistema de comercialización.
d) Subsistema financiero.
e) Subsistema de administración.

Además, en aquellas empresas que operan con una tecnología propia, habrá que añadir otro *subsistema funcional de Investigación y Desarrollo*.

En la enumeración anterior quedan recogidas las funciones básicas que se realizan en la empresa, tanto físicas como de administración. Nosotros vamos a profundizar únicamente en el estudio del sistema financiero de la empresa y, por tanto, en el análisis de la función empresarial que le es propia o característica: *la función financiera*.

---

[11] Cañibano, L. (1973): p. 54.

[12] En el texto hemos recogido los subsistemas funcionales de una empresa tipo del sector secundario. Evidentemente, las empresas del sector terciario y de servicios no poseerán el subsistema de producción y, por tanto, no desarrollarán la función de producción entendida en sentido estricto.

© Ediciones Pirámide

No obstante, dado que todas las partes o subsistemas del sistema empresa son interdependientes, siempre deberemos tener en cuenta que el cumplimiento de los objetivos empresariales depende del nivel alcanzado en el cumplimiento de los objetivos de los diferentes subsistemas que la constituyen y, en consecuencia, que las decisiones que se adopten en cada una de sus diferentes áreas funcionales repercuten directa o indirectamente en las demás.

1.2. LOS FLUJOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA Y EL EQUILIBRIO ECONÓMICO-FINANCIERO

En el subsistema financiero se encuadran todos los flujos de naturaleza monetaria que se originan en la empresa. De manera simplista podemos decir que, una vez fijados los objetivos empresariales y determinadas las necesidades financieras para el período de planificación, la misión del subsistema financiero consiste en la captación de dichos fondos *(función de financiación)* así como la aplicación de los mismos *(función de inversión)* en aquellos elementos de la estructura económica o activo que sean necesarios para la realización de la actividad empresarial.

Desde la óptica financiera en la empresa entra dinero y sale dinero, siendo las principales causas o vías de entrada y salida las siguientes:

a) *Entradas de dinero:*

— El cobro de la venta de la producción terminada *(financiación interna en sentido amplio).*

— La captación de recursos financieros del exterior (*financiación externa necesaria* en el caso de que la cuantía o ritmo de entrada de la autofinanciación interna sea insuficiente para hacer frente a las salidas de dinero).

b) *Salidas de dinero:*

— El pago de los factores de producción necesarios para la realización de la actividad productiva.

— La devolución de los capitales ajenos.

— La remuneración de capitales propios (pago de dividendos) y de los capitales ajenos (pago de intereses).

— El pago de impuestos.

© Ediciones Pirámide

Siguiendo a Bachiller, Lafuente y Salas[13], en la figura 1.5 hemos representado la circulación financiera que se produce en la empresa, y en ella podemos distinguir *dos corrientes financieras* de diferente naturaleza:

1. La *corriente superior* representa un *flujo monetario inducido* del sistema físico-económico, puesto que el dinero que entra como consecuencia del cobro de las ventas de la producción terminada depende de la cantidad producida que ha sido vendida en el mercado; es decir, depende de las salidas del sistema físico-económico. Asimismo, las salidas de caja consecuencia del pago de las compras de los factores de producción de tipo material (mano de obra, materia prima, energía, elementos de activo fijo, etc.) dependen de las necesidades o entradas del sistema físico-económico.
2. La *corriente inferior* refleja un *flujo de dinero autónomo* del sistema físico-financiero. Así, teniendo en cuenta las entradas de dinero por el cobro de las ventas en el período y determinadas las necesidades globales de fondos para el mismo, es en el sistema financiero donde se decide qué fuentes financieras externas hay que utilizar y en qué cuantía cada una de ellas con el fin de proporcionar a la empresa los recursos financieros, complementarios a los internos, que necesita para financiar la actividad productiva. Esta captación de recursos externos originará entradas de dinero y, posteriormente, salidas como consecuencia de la remuneración de los capitales propios y/o ajenos utilizados y por la devolución de los capitales ajenos.

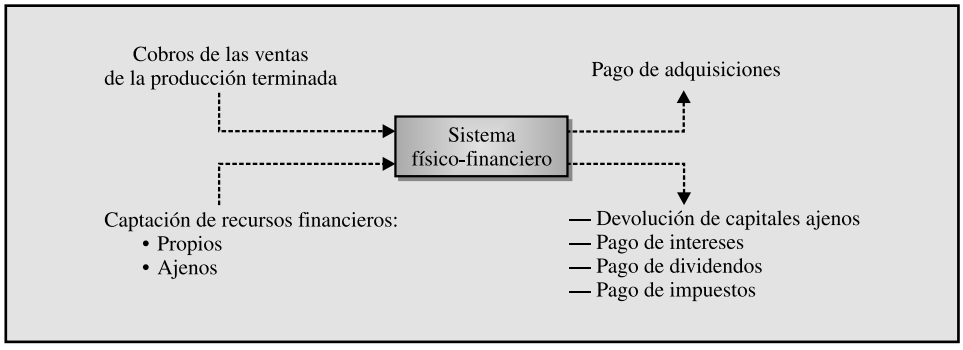


Figura 1.5

[13] Bachiller, A., Lafuente, A. y Salas, V. (1987): p. 18.

© Ediciones Pirámide

El sistema financiero desarrolla la *función financiera* como función empresarial característica, la cual se desglosa a su vez en *dos funciones:* la *función de inversión* y la *función de financiación*.

La *función de inversión* supone la aplicación de los recursos financieros disponibles en la adquisición de todos aquellos elementos de activo que sean necesarios para la realización de la actividad productiva; es decir, supone la adopción de decisiones de inversión. Desde un punto de vista monetario, las decisiones de inversión originan salidas de dinero en la medida que se vaya efectuando el pago de los elementos de activo adquiridos (materia prima, edificios, instalaciones, maquinaria, etc.). Estos elementos de activo se adquieren en función de las necesidades (entradas) que tiene el sistema físico-económico de materia prima, mano de obra, maquinaria, instalaciones, etc. Por tanto, las decisiones de inversión son decisiones inducidas del sistema físico-económico, decisiones que configuran la *estructura económica* o *activo* de la empresa. Sus consecuencias monetarias están situadas en la corriente superior, parte derecha, de la figura 1.5.

Por su parte, la *función de financiación,* en sentido restringido, supone la adopción de decisiones que, desde un punto de vista financiero, originan entradas de dinero como consecuencia de los recursos financieros captados del exterior. Estarían situadas en la parte izquierda de la figura 1.5. Son decisiones autónomas del sistema financiero y, por tanto, representan las decisiones características del mismo. Configuran la *estructura financiera* de la empresa, esto es, el conjunto del pasivo (deudas) más el patrimonio neto del empresario.

Toda esta circulación monetaria que la actividad financiera origina en el sistema financiero de la empresa podemos representarla de forma alternativa[14] tal como muestra la figura 1.6.

En la parte superior de la figura 1.6 (cuadrantes 4.º y 1.º) aparece representada la circulación financiera denominada *ciclo de explotación*, ciclo a corto plazo o ciclo dinero-mercancías-dinero. Este ciclo está asociado a la inmovilización y liquidación del activo circulante (o corriente) y tarda en realizarse una duración media que se conoce como período medio de maduración de la empresa.

El *Período Medio de Maduración de la Empresa (PMME)* puede definirse como el período medio de tiempo que transcurre desde que una unidad monetaria sale de la caja de la empresa, como pago por la adquisición de un determinado factor productivo de activo circulante, hasta que se recupera dicha unidad monetaria mediante el cobro de la venta del producto terminado en el que se incorporó dicho factor de producción[15].

---

[14] La figura 1.6 la hemos obtenido de Bachiller, A., Lafuente, A., y Salas, V. (1987): p. 31, y Smith, K. V. (1986): p. 16.

[15] El período medio de maduración de la empresa lo estamos contemplando desde una perspectiva financiera y, en este sentido, hay que entenderlo a lo largo del presente capítulo.

© Ediciones Pirámide

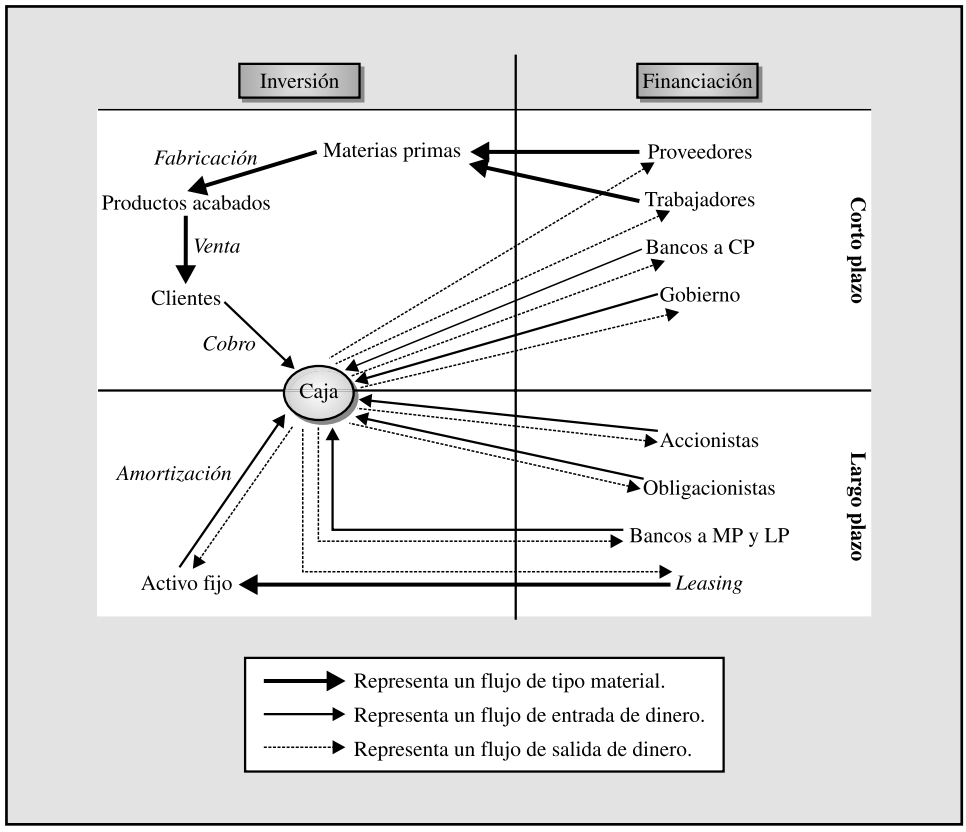


Figura 1.6

Desde esta perspectiva financiera, el *período medio de maduración* de la empresa lo forman *cinco subperíodos*:

1. *Período medio de almacenamiento de la materia prima* (P_1). Tiempo que, por término medio, transcurre desde la adquisición de los factores productivos hasta que son incorporados al proceso de producción.
2. *Período medio de fabricación* (P_2). Tiempo que, por término medio, se requiere para la elaboración de los productos terminados.
3. *Período medio de venta* (P_3). Tiempo que, por término medio, tarda en venderse la producción terminada.
4. *Período medio de cobro* (P_4). Tiempo que, por término medio, transcurre hasta que es cobrada la producción terminada vendida a los clientes.

© Ediciones Pirámide

5. *Período medio de pago* (P_5). Tiempo que, por término medio, pasa desde que se adquieren los factores de producción hasta que éstos son pagados a los proveedores.

Por tanto:

$$PMME = P_1 + P_2 + P_3 + P_4 - P_5$$

El período medio de maduración muestra la velocidad de circulación del dinero en el seno de la empresa. Cuanto mayor sea esta velocidad, es decir, cuanto menor sea el período medio de maduración, mayor será el número de operaciones que se financiarán con la misma unidad monetaria invertida en circulante y, por tanto, mayor será el beneficio que la empresa conseguirá en un determinado período de tiempo. Con esta finalidad y, en la medida sus posibilidades, la empresa intentará reducir P_1, P_2, P_3 y P_4, así como incrementar P_5.

El período medio de maduración es una magnitud propia y específica de cada empresa que sirve, entre otras cosas, para delimitar lo que debe entenderse por corto plazo y largo plazo en la unidad económica. Así, aquellos elementos de activo vinculados a la empresa un período de tiempo igual o inferior al *PMME* se denominan bienes económicos no duraderos o bienes a corto plazo, y forman el *activo circulante* (o corriente); mientras aquellos cuya vinculación es por un plazo superior al *PMME* son bienes económicos duraderos o bienes a largo plazo, e integran el *activo fijo* (o no corriente).

En la parte inferior de la figura 1.6 (cuadrantes 3.º y 2.º) aparece representada otra circulación financiera denominada *ciclo de capital,* ciclo a largo plazo o ciclo de renovación del inmovilizado. Así, la maquinaria, instalaciones, bienes de equipo, etc., elementos amortizables en suma, permanecen en la empresa mientras física, tecnológica o comercialmente sean capaces de contribuir a la actividad productiva. Su coste de adquisición se va recuperando gradualmente mediante el proceso de amortización. La duración de este ciclo se conoce con el nombre de *período medio de amortización* y puede definirse como el período medio de tiempo que transcurre hasta que todo el activo fijo se transforma lenta y gradualmente en líquido mediante el proceso de amortización.

Existen, por tanto, *dos ruedas de transformación financiera:* una que se mueve rápidamente, el *ciclo de explotación,* cuyo giro completo se produce en un período corto de tiempo, denominado período medio de maduración, que es el que genera el beneficio al empresario, y otra, mucho más lenta, el *ciclo de capital,* cuyo giro completo ocurre en un período de tiempo mucho más largo, llamado período medio de amortización del activo fijo, que sirve de sustento y soporte al ciclo de explotación.

En cada empresa, estos dos ciclos tienen una duración particular. En general, a efectos simplificativos, al ciclo de explotación se le asigna una duración anual,

© Ediciones Pirámide

mientras que al ciclo de capital se le atribuye una duración plurianual. Sin embargo, en la práctica, el período medio de maduración fluctúa desde unas pocas semanas, incluso unos pocos días en algunas empresas, hasta uno o varios años en otras empresas. Lo único que se puede afirmar, desde un punto de vista teórico, es que el ciclo a largo plazo incluye varios ciclos a corto plazo y que, en un intervalo de tiempo igual al período medio de amortización, todo el activo fijo se transforma en líquido, mientras que en una duración igual al período medio de maduración todo el activo circulante acaba transformándose en dinero.

El problema principal radica en conseguir un *equilibrio entre las entradas y salidas de dinero* de tal forma que la empresa pueda atender en todo momento las obligaciones de pago contraídas sin que ello altere el desarrollo normal de la actividad productiva ni repercuta en la rentabilidad de la empresa. Por ello, *para que la empresa no tenga problemas de liquidez,* debe hacer coincidir la forma como el activo se va haciendo líquido con la manera como el pasivo se va haciendo exigible.

Esta *necesidad de hacer coincidir* la *exigibilidad del pasivo* con la *liquidez de los elementos de activo* que están financiando obliga a:

1. Financiar los elementos del activo fijo con recursos financieros no exigibles (los recursos propios) o cuyo período medio de exigibilidad sea igual o parecido al período medio de amortización del activo fijo, para que, con el dinero que se vaya generando a través del proceso de amortización, se pueda ir haciendo frente a la devolución de los préstamos a su vencimiento.
2. Financiar las partidas del activo circulante con recursos financieros que se harán exigibles en un período de tiempo similar al período medio de maduración. Ahora bien, la realización del ciclo de explotación requiere mantener unos determinados niveles o *stocks* de seguridad (en materia prima, productos semielaborados, productos terminados, dinero disponible en las cuentas de caja y bancos, etc.) que, aunque técnicamente son líquidos, puesto que se convierten en dinero en un plazo de tiempo igual o inferior al *PMME,* constituyen, desde la perspectiva financiera, una inmovilización permanente que es conveniente financiar con capitales a devolver a largo plazo.

Si dividimos la figura 1.6 longitudinalmente (cuadrantes 4.º y 3.º por un lado, y cuadrantes 1.º y 2.º por otro lado) obtenemos, respectivamente, la estructura económica o activo y la estructura financiera o pasivo más patrimonio neto de la empresa[16]. Partiendo del principio contable de que activo es igual al pasivo más

[16] Hemos clasificado el activo de mayor a menor liquidez y la estructura financiera o los medios de financiación de la empresa de mayor a menor exigibilidad.

© Ediciones Pirámide

patrimonio neto, si plasmamos en dicha representación gráfica las normas de equilibrio financiero comentadas anteriormente, tenemos:

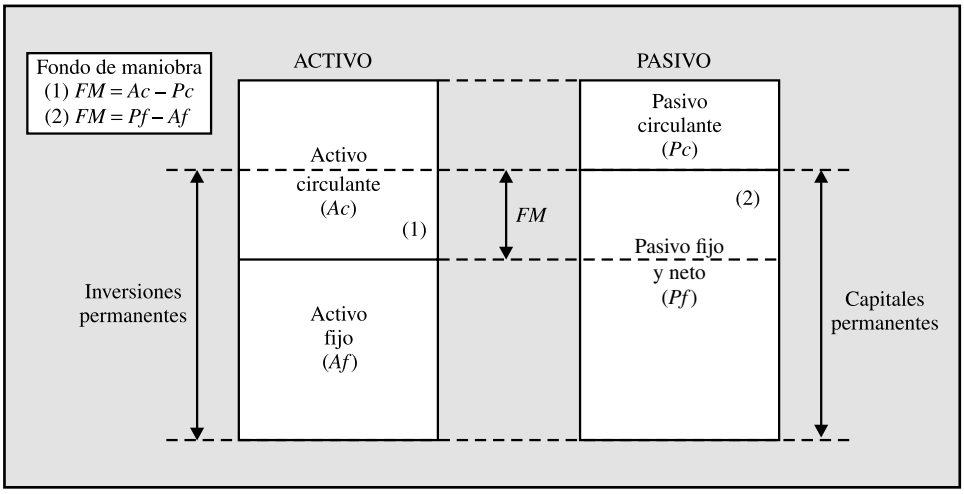


Figura 1.7

El *fondo de maniobra* puede definirse desde la óptica del activo (1), o aplicación del mismo, como aquella parte del activo circulante financiada con capitales permanentes ($FM = Ac - Pc$) o, desde la óptica del pasivo y patrimonio neto (2), o procedencia de los recursos que lo constituyen, como el exceso de pasivo fijo sobre el activo fijo ($FM = Pf - Af$).

En suma, para que se produzca una situación de *equilibrio financiero* en la empresa es preciso que se dé «una adecuada correspondencia entre la exigibilidad de los recursos financieros obtenidos por la empresa y la liquidabilidad de los activos adquiridos con tales recursos»[17]. Además, en general, resulta muy conveniente mantener un fondo de maniobra positivo porque constituye un fondo de solvencia o garantía que permitirá hacer frente a la evolución ordinaria de los pagos y reembolsar, por tanto, los recursos ajenos utilizados con la realización normal de las inversiones efectuadas[18] y sin mermas en la rentabilidad de la empresa.

[17] Tarragó, F. (1986): p. 687.

[18] No obstante lo que se acaba de afirmar, existen empresas que pueden funcionar sin problemas de liquidez con un fondo de maniobra negativo, ya que cuentan con poder económico suficiente para obrar así, vendiendo al contado, pagando a plazos y manteniendo unos *stocks* muy reducidos.

© Ediciones Pirámide

1.3. LA TEORÍA FINANCIERA DE LA EMPRESA

La *teoría financiera de la empresa* o *dirección financiera de la empresa* es aquella parte de la *Ciencia de la Economía de la Empresa* que centra su atención en la investigación del plano económico-financiero de los fenómenos empresariales; es decir, centra su atención en el subsistema financiero de la empresa y, por tanto, en el *estudio de la función financiera*.

Esta disciplina empieza a desarrollarse de forma autónoma a principios del siglo XX, si bien los temas objeto de estudio han variado en función de la problemática financiera de las empresas a lo largo del tiempo. Podemos distinguir en ella dos etapas o enfoques:

— *Teoría financiera clásica*. Abarca desde sus comienzos, a principios del siglo XX, hasta mediados del mismo. En este período, la función financiera de la empresa se ocupa básicamente de la captación de los recursos financieros necesarios para el desarrollo de la actividad productiva.

— *Teoría financiera moderna.* Se desarrolla a partir de mediados del siglo XX y abarca hasta nuestros días. Analiza tanto la obtención de los recursos financieros como la aplicación de los mismos en los elementos de activo que integran la estructura económica.

El origen de la teoría financiera se asocia a una serie de hechos económicos que tuvieron lugar en Estados Unidos a finales del siglo XIX y principios del XX. La unión de la Costa Este con la Costa Oeste de los Estados Unidos mediante vía férrea configuró el mercado norteamericano en toda su extensión y desencadenó un proceso de fusiones, compras y absorciones empresariales con la finalidad de constituir empresas con la dimensión adecuada a la demanda potencial del nuevo mercado.

Este incremento de la dimensión empresarial originó un incremento en las necesidades financieras de las empresas, acentuando su problemática financiera y avivando el interés de economistas y directivos de empresa por el análisis y resolución de un abanico de cuestiones financieras que hasta ese momento no habían merecido atención[19].

[19] Dewing, en la que se considera como primera obra conocida de finanzas, *Corporate promotions and reorganizations,* publicada en 1914, analizó las causas del proceso descrito e inició el estudio de dos temas fundamentales en la dirección financiera: la determinación de la estructura financiera óptima y la búsqueda de una adecuada política de dividendos. No obstante, es en su obra *The financial policy of corporations,* publicada en 1919, donde el enfoque tradicional de las finanzas alcanza su máxima expresión.

© Ediciones Pirámide

Estos procesos de fusiones, adquisiciones, reorganizaciones empresariales, etc., junto con la existencia de un mercado no excesivamente competitivo, en el que, salvo períodos concretos, las empresas operaban con márgenes de beneficio unitario suficientemente amplios, condicionó las características de la teoría financiera de la empresa durante esta época.

El *enfoque tradicional de las finanzas* se caracteriza por las siguientes notas distintivas:

— Es un *enfoque eminentemente descriptivo,* preocupado por el estudio y análisis de las instituciones, medios e instrumentos financieros. Cuervo indica que este enfoque «es la lógica consecuencia del marco económico en que se desenvuelve la empresa —consideraciones estáticas—: los problemas de crecimiento de la empresa no son apenas considerados y el resultado son políticas, procedimientos y capacitación profesional, pero no teorías. Había demasiada descripción y poco análisis»[20].

— Centra la *atención en los medios de financiación de la empresa* y, dentro de ellos, en los recursos financieros permanentes, es decir, en la obtención de recursos financieros a largo plazo, relegando a un segundo plano los problemas financieros a corto plazo.

— Estudia primordialmente las necesidades financieras de las *grandes empresas* que revisten la *forma jurídica de sociedades anónimas,* olvidando la problemática que presentan empresas de menor tamaño con otro tipo de revestimiento jurídico.

— Presta *excesiva importancia a hechos* que, aunque son importantes, *no son habituales* en la vida de una empresa: fusiones, reorganizaciones, concentraciones, quiebras, creación de nuevas empresas, etc.

En suma, la teoría financiera clásica estudia los problemas financieros de la empresa de una manera meramente descriptiva e institucional, centrando su atención en la estructura financiera sin considerar el equilibrio que debe existir entre la composición, la dimensión y el crecimiento tanto del activo como del pasivo y patrimonio neto de la empresa.

Es indiscutible la importancia de este enfoque y el avance que supuso en el análisis y tratamiento de los problemas financieros empresariales. Pero, la evolución de las características del mercado en el que operaban las empresas, así como la evolución de las propias empresas, originó la aparición de nuevos problemas financieros cuyo análisis e intento de solución supuso un incremento en el cuerpo de conocimientos de la teoría financiera de la empresa.

---

[20] Cuervo, A. (1971): p. 254.

© Ediciones Pirámide

A finales de la década de los años cincuenta y principios de los sesenta del pasado siglo se producen dos hechos significativos:

— Una reducción paulatina de los beneficios unitarios de las industrias asentadas en sectores tradicionales.
— El nacimiento de nuevas tecnologías, lo que posibilita la realización de proyectos de inversión en sectores emergentes ligados a ellas.

Estas circunstancias provocaron un profundo cambio en la orientación de las finanzas, de tal forma que, a partir de este momento, y como consecuencia de la reducción drástica de los márgenes de beneficio, la función financiera no se limitará únicamente a la obtención de los recursos para financiar la actividad empresarial, sino que, además, deberá hacerlo con aquella mezcla de recursos o estructura financiera cuyo coste de capital promedio sea mínimo[21]. Asimismo, también deberá preocuparse de la rentabilidad de la empresa mediante la búsqueda de proyectos de inversión rentables, así como del mantenimiento de liquidez suficiente para atender en todo momento las obligaciones de pago contraídas.

Suárez[22] indica como características relevantes de este enfoque las siguientes:

1. El *gerente financiero* ya no se limita sólo a la obtención de recursos financieros, sino que *también deberá buscar proyectos de inversión rentables*. Adquieren gran relevancia los estudios sobre el presupuesto de capital y, como consecuencia de éstos, las investigaciones sobre el coste de capital de los recursos financieros.
2. *Creciente preocupación* por el problema de la *estructura financiera óptima* de la empresa y, ligada a ella, la determinación del *coste de capital* de la empresa.
3. La disminución de los márgenes de beneficios provoca un *interés creciente* por los *problemas financieros a corto plazo* de la empresa.
4. En conexión con la estructura financiera óptima y el coste de capital de la empresa se realizan estudios sobre la *política de dividendos*.

Con esta *nueva visión* de las finanzas, la *teoría financiera de la empresa* añade al carácter meramente descriptivo de la etapa inicial *un soporte mucho más analítico* que contempla a la empresa «desde dentro», desde la óptica de las

[21] No hay en la literatura económica un acuerdo unánime respecto a la existencia de una estructura financiera óptima dentro de la empresa y, por tanto, un coste medio ponderado de capital mínimo asociado a ella. Esta problemática no será abordada en el presente libro dado que desborda las pretensiones del mismo.

[22] Suárez, A. S. (2003): pp. 32 y 33.

© Ediciones Pirámide

personas que deben tomar decisiones en el interior de la misma. Haley y Schall consideran que este nuevo enfoque constituye «un cuerpo de hechos, principios y teorías relacionados con la búsqueda y utilización del dinero»[23].

En idéntico sentido, Solomon[24] afirma que la teoría financiera debe dar una respuesta conjunta a tres cuestiones:

— ¿Cuál debe ser la dimensión y ritmo de crecimiento de la empresa?
— ¿Qué categorías de activos debe tener?
— ¿Cuál debe ser el peso del pasivo y del patrimonio neto?

Estas tres cuestiones están interrelacionadas y la respuesta a las mismas debe realizarse simultáneamente. Así, la dimensión de la empresa viene condicionada por los proyectos de inversión y por las posibilidades de financiación que tenga, las cuales, a su vez, dependen de las características de los proyectos de inversión existentes, puesto que, en general, será más fácil encontrar financiación para aquellos proyectos que sean más rentables y/o lleven aparejados un menor riesgo.

En consecuencia, la dimensión de la empresa y las posibilidades de financiación determinan (directa o indirectamente) la composición de la estructura financiera, la cual afectará, a su vez, a la dimensión empresarial vía retención de beneficios: la necesidad de remunerar los recursos financieros utilizados así como la de reembolsar los recursos ajenos incidirá sobre la cuantía de los beneficios retenidos y, en definitiva, sobre las posibilidades de crecimiento de la empresa. Estas interdependencias quedan reflejadas gráficamente[25] en la figura 1.8.

Con este nuevo enfoque, la función financiera se ocupa tanto de la estructura económica como de la estructura financiera de la empresa, así como de las relaciones de equilibrio que deben producirse entre ambas. De esta forma, la *teoría financiera* moderna analiza, por un lado, las *decisiones de inversión,* las cuales determinan el tamaño de la empresa, los beneficios de explotación, el riesgo económico y la liquidez, y, por otro lado, las *decisiones de financiación* y la política de dividendos, las cuales condicionan las cargas financieras y el riesgo financiero de la empresa.

En este ámbito, el *objetivo* de la *teoría financiera de la empresa* se concreta en la *maximización del valor de mercado de la empresa para sus propietarios o accionistas,* valor que será una consecuencia de las decisiones de inversión, financiación y dividendos que se adopten.

Este objetivo, la maximización del precio unitario de las acciones de la empresa, es especialmente idóneo para las grandes empresas que cotizan en Bolsa,

[23] Haley, L. y Schall, C. H. (1983): p. 12.
[24] Solomon, E. (1972): p. 9.
[25] La figura 1.8 la hemos extraído de Fernández Blanco, M. y otros (1992): p. 326.

© Ediciones Pirámide

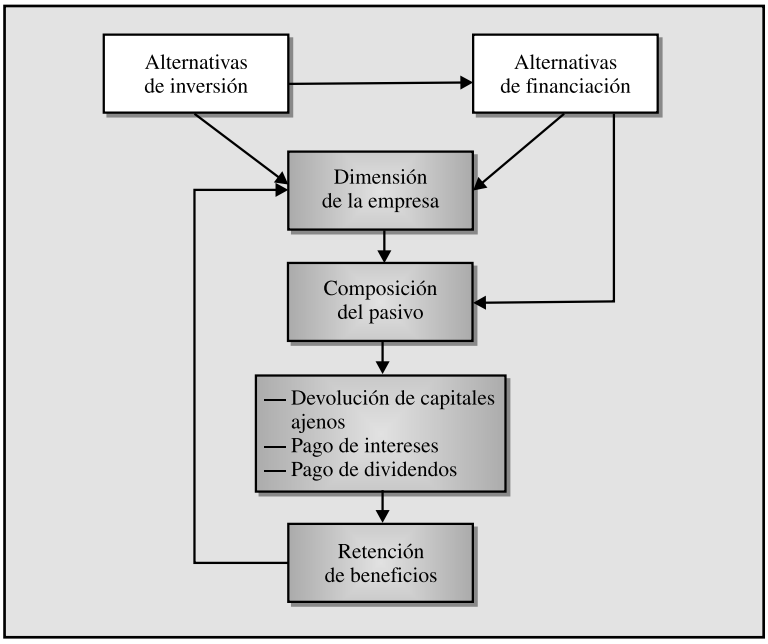


Figura 1.8

ya que es el propio mercado el que proporciona una valoración objetiva de la empresa, común para todos los intervinientes en el mercado. Así, el *valor de mercado de la empresa* depende del valor de cotización de sus acciones, el cual depende, a su vez, de las expectativas que se generen en el mercado respecto a la rentabilidad futura de la empresa y/o el reparto de dividendos. Bajo las hipótesis simplificadoras de un mercado de capitales perfecto, dichas expectativas estarían fundadas en el conocimiento de la empresa y de las decisiones que sus directivos tomen en las diferentes áreas funcionales, decisiones que generarán un mayor o menor beneficio y posibilitarán un futuro reparto de dividendos.

Sin embargo, los mercados reales normalmente no son perfectos y en ellos no se produce siempre un reflejo inmediato y veraz de la situación de la empresa, generándose en algunos casos unas expectativas, un valor de cotización y, en definitiva, un valor de mercado de la empresa que no se corresponde con la realidad de la misma. No obstante, y bien o mal fundamentadas las expectativas, el mercado proporciona una valoración de la empresa común para todos.

Por otro lado, este objetivo presenta dificultades de tipo operativo cuando se intenta aplicar a pequeñas y medianas empresas que no cotizan en Bolsa. El valor es un concepto subjetivo y depende de quién valora y de para qué se valora, no existiendo en la actualidad un consenso generalizado respecto de los instrumentos

© Ediciones Pirámide