4.ª edición

Introducción a las finanzas empresariales



Descarga
material complementario

Antonio Partal Ureña
Fernando Moreno Bonilla
Manuel Cano Rodríguez
Pilar Gómez Fernández-Aguado

PIRÁMIDE

4.ª edición

Introducción a las finanzas empresariales

ANTONIO PARTAL UREÑA

PROFESOR TITULAR DE UNIVERSIDAD DEL DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD DE LA UNIVERSIDAD DE JAÉN

FERNANDO MORENO BONILLA

PROFESOR TITULAR DE ESCUELA UNIVERSITARIA DEL DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD DE LA UNIVERSIDAD DE JAÉN

MANUEL CANO RODRÍGUEZ

PROFESOR TITULAR DE UNIVERSIDAD DEL DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD DE LA UNIVERSIDAD DE JAÉN

PILAR GÓMEZ FERNÁNDEZ-AGUADO

PROFESORA CONTRATADA DOCTORA DEL DEPARTAMENTO DE ECONOMÍA FINANCIERA Y CONTABILIDAD DE LA UNIVERSIDAD DE JAÉN

4.ª edición

Introducción a las finanzas empresariales

EDICIONES PIRÁMIDE

COLECCIÓN «ECONOMÍA Y EMPRESA»

Director:
Miguel Santesmases Mestre
Catedrático 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.

© Antonio Partal Ureña, Fernando Moreno Bonill, Manuel Cano Rodríguez y Pilar Gómez Fernández-Aguado, 2020
© Tercera edición electrónica publicada por Ediciones Pirámide (Grupo Anaya, S. A.), 2020
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: 978-84-368-4231-9

Dedicado
a nuestras familias.

Índice

Prólogo 15

PARTE PRIMERA
Introducción a la dirección financiera

1. La función financiera en la empresa 21

1.1. Introducción 21
1.2. Evolución histórica de las finanzas 22
1.3. La función financiera en la empresa 27
1.4. El objetivo financiero de la empresa 29
1.5. El director financiero 30
Bibliografía 33

PARTE SEGUNDA
Valoración financiera

2. Introducción a la valoración financiera 37

2.1. Fundamentos básicos 37
2.1.1. Capital financiero 37
2.1.2. Operaciones financieras: concepto, elementos y clasificación 38
2.2. Operaciones en el sistema financiero simple 40
2.2.1. Operaciones de capitalización simple 40
2.2.2. Tantos equivalentes en capitalización simple 43
2.2.3. Operaciones de descuento simple 45
2.2.3.1. Descuento racional simple o a tanto vencido 45
2.2.3.2. Descuento comercial simple o a tanto anticipado 47
2.2.3.3. Relación de equivalencia entre el tipo de interés y descuento 49

© Ediciones Pirámide

2.2.4. Equivalencia financiera de capitales en régimen simple 49
2.2.4.1. Equivalencia financiera utilizando el descuento comercial 51
2.3. Operaciones en el sistema financiero compuesto 52
2.3.1. Operaciones de capitalización compuesta 52
2.3.2. Tantos equivalentes en capitalización compuesta 54
2.3.3. Comparación de las operaciones en capitalización simple y compuesta 55
2.3.4. Operaciones de descuento compuesto 58
2.3.4.1. Descuento racional o a tanto vencido 58
2.3.4.2. Descuento comercial compuesto o a tanto anticipado ... 59
2.3.4.3. Relación de equivalencia entre el tipo de interés y descuento compuesto 60
2.3.5. Equivalencia financiera de capitales en régimen compuesto 61
2.3.5.1. Aplicación del principio de equivalencia financiera: capital único, vencimiento común y medio 62
2.3.6. Tipo de interés nominal (TIN) 66
2.3.7. Tasa anual equivalente (TAE) 68
2.4. Ejercicios propuestos 70
Bibliografía 72

3. Valoración de rentas financieras 73

3.1. Introducción a la teoría de las rentas 73
3.2. Clasificación de las rentas financieras 74
3.3. Valor financiero de una renta 75
3.4. Rentas constantes 76
3.4.1. Rentas inmediatas 77
3.4.2. Rentas diferidas 88
3.4.3. Rentas anticipadas 92
3.5. Rentas variables 95
3.5.1. Rentas variables sin ley interna 96
3.5.2. Rentas variables en progresión aritmética 97
3.5.3. Rentas variables en progresión geométrica 102
3.6. Ejercicios propuestos 109
Bibliografía 112

4. Operaciones de amortización 113

4.1. Concepto de operación de amortización o préstamo 113
4.2. Préstamos amortizables mediante reembolso único 114
4.2.1. Reembolso único comprensivo de capital e intereses 114
4.2.2. Reembolso único con pago periódico de intereses 115
4.3. Planteamiento general de amortización de préstamos mediante una renta 116
4.4. Sistema progresivo de amortización: método francés 122

© Ediciones Pirámide

4.5. Método de cuotas de amortización constantes: método lineal 125
4.6. Método de amortización con términos amortizativos variables en progresión aritmética 128
4.7. Método de amortización con términos amortizativos variables en progresión geométrica 132
4.8. Sistema de fondo de amortización o *sinking fund:* método americano ... 135
4.9. Préstamos con período de carencia 139
4.10. Préstamos a tipo de interés variable 142
4.11. Valor financiero de un préstamo: usufructo y nuda propiedad 146
4.12. Ejercicios propuestos 149
Bibliografía 153

PARTE TERCERA
Evaluación de proyectos de inversión y financiación

5. La inversión y la financiación empresarial 157

5.1. Una visión financiera del balance de la empresa 157
5.2. La estructura económica de la empresa 160
5.2.1. El activo corriente 161
5.2.2. El activo no corriente 164
5.3. La estructura financiera de la empresa 165
5.3.1. El pasivo 165
5.3.2. El patrimonio neto 166
5.4. Los equilibrios patrimoniales 167
5.4.1. El equilibrio patrimonial a largo plazo 167
5.4.2. El equilibrio patrimonial a corto plazo 168
5.5. Flujos de renta y flujos de tesorería 174
5.6. Ejercicios propuestos 179
Bibliografía 185

6. La fuentes de financiación de la empresa 187

6.1. Introducción 187
6.2. Las fuentes financieras del patrimonio neto 187
6.2.1. El capital 189
6.2.2. Las reservas 192
6.2.3. Las subvenciones y donaciones de terceras personas 195
6.3. Las fuentes financieras del pasivo 196
6.3.1. Los pasivos contratados a largo plazo 197
6.3.1.1. Los préstamos 197
6.3.1.2. Los empréstitos 208
6.3.1.3. El arrendamiento financiero o *leasing* 213
6.3.2. Los pasivos contratados a corto plazo 215
6.3.2.1. Los préstamos a corto plazo 216

© Ediciones Pirámide

6.3.2.2. El descuento de efectos comerciales 216
6.3.2.3. Los anticipos sobre recibo bancario 218
6.3.2.4. La concesión de descubierto en cuenta corriente 219
6.3.2.5. Las pólizas de crédito 220
6.4. Ejercicios propuestos 222
Bibliografía 226

7. El coste de capital de la empresa 227

7.1. Concepto de coste de capital 227
7.2. El coste de capital de los recursos propios 230
7.3. El coste de capital de los recursos ajenos 231
7.4. El coste de capital medio ponderado de la empresa 235
7.5. El coste de capital de un proyecto 238
7.6. Ejercicios propuestos 241
Bibliografía 244

8. Métodos de valoración de inversiones 245

8.1. Introducción 245
8.2. Los criterios aproximados de valoración de inversiones 250
8.2.1. Plazo de recuperación o *paybak* 250
8.2.2. Flujo neto de caja total por unidad monetaria comprometida o ratio coste-beneficio 252
8.2.3. Flujo neto de caja medio anual por unidad monetaria comprometida 253
8.2.4. Tasa de rendimiento contable 255
8.3. Los criterios clásicos de valoración de inversiones 258
8.3.1. El valor actual neto 258
8.3.2. El índice de rentabilidad o ratio ganancia-coste 265
8.3.3. El plazo de recuperación o *paybak* descontado 267
8.3.4. La tasa interna de rentabilidad o tanto interno de rendimiento 269
8.4. Comparación entre el *VAN* y el *TIR* 275
8.5. La consideración de una tasa de reinversión 278
8.5.1. El *VAN* Global 280
8.5.2. El *TIR* Global 281
8.6. El *VAN* Real 282
8.7. La inflación y la valoración de inversiones 284
8.7.1. Inversiones cuyos flujos son independientes de la inflación 285
8.7.2. Inversiones cuyos flujos netos de caja están afectados por la inflación 288
8.7.3. Inversiones cuyos cobros y pagos se ven afectados de forma diferente por la inflación 291
8.8. Ejercicios propuestos 293
Bibliografía 297

© Ediciones Pirámide

PARTE CUARTA
Planificación financiera

9. Planificación financiera a largo plazo 301

9.1. Introducción a la planificación financiera 301
9.2. Objetivos de la planificación financiera a largo plazo..... 304
9.3. Necesidades y recursos financieros: el presupuesto de capital 306
9.3.1. Las necesidades financieras..... 311
9.3.2. Los recursos financieros..... 312
9.4. El proceso de elaboración del plan financiero a largo plazo..... 315
9.5. Confección del plan financiero a largo plazo..... 319
9.6. El control del plan financiero a largo plazo..... 321
9.6.1. Control a priori 322
9.6.2. Control a posteriori 324
9.7. Ejercicios propuestos..... 325
Bibliografía 331

10. Planificación financiera a corto plazo..... 333

10.1. Introducción 333
10.2. Inversión y financiación del circulante de la empresa 337
10.3. Información necesaria para elaborar un plan financiero a corto plazo 339
10.4. Elaboración de la cuenta de resultados previsional..... 341
10.5. Elaboración del presupuesto de tesorería..... 345
10.6. Elaboración del balance previsional..... 349
10.7. Ejercicios propuestos 354
Bibliografía 356

ANEXO. Introducción al trabajo en hoja de cálculo Excel©2016..... 357

© Ediciones Pirámide

Prólogo

Esta cuarta edición de *Introducción a las finanzas empresariales* supone para los autores una satisfacción aún mayor que las anteriores, sobre todo por la aceptación de la obra entre los alumnos, razón fundamental del quehacer académico. Se han incorporado novedades importantes que no cabe duda facilitarán aún más la comprensión de los conceptos y exposiciones en ella recogidos. Manteniendo la estructura anterior, por considerar que abarca suficientemente lo que debe ser una introducción a las finanzas de empresas, se incluye un anexo introductorio a la hoja de cálculo Excel©2016 y una recopilación de las funciones financieras más elementales, que estamos seguros serán de gran utilidad para el seguimiento de las prácticas recogidas en el libro. Además, como complemento importante para la comprensión de los conceptos planteados, incorpora material complementario en www.edicionespiramide.es (descargas/material complementario) con las resoluciones de los ejercicios empleando la hoja de cálculo.

Desde el curso 2010/2011, cuando fueron implantados los nuevos títulos de grado en la mayoría de las universidades españolas, con una amplia oferta académica y donde las titulaciones con un perfil empresarial son habituales, incorporando todos ellos la asignatura de Introducción a las Finanzas dentro del módulo básico, consideramos que, a pesar de existir en el mercado una extensa bibliografía en materia financiera, la creación de los nuevos títulos presentaban la conveniencia de ofrecer un material didáctico encaminado a facilitar otra forma de docencia, perseguida con los actuales planes de estudio.

Esta obra pretende facilitar un material básico a docentes y alumnos, en especial a estos últimos, para enfrentarse por primera vez de forma clara y accesible a la economía financiera de la empresa. Más aún, cuando vivimos una época donde la claridad y entendimiento de los conceptos financieros son fundamentales para cualquier persona, con independencia de la actividad que desarrolle.

El libro, estructurado en cuatro módulos, introduce al lector de forma paulatina en los problemas básicos y fundamentales a los que las finanzas deben dar

© Ediciones Pirámide

respuesta. El desarrollo teórico de cada capítulo se completa con ejemplos resueltos y casos prácticos propuestos, todos ellos resueltos en hoja de cálculo, herramienta imprescindible en la operativa financiera.

La primera parte consta de un solo tema introductorio, que ofrece las nociones fundamentales de la economía financiera en las organizaciones, la creciente evolución en las últimas décadas y los objetivos definidos para las distintas funciones que desarrollan todas las organizaciones empresariales y los cometidos que deben llevar a cabo quienes ejecutan las decisiones financieras.

El segundo bloque abarca desde el tema 2 al 4, dedicado a la problemática de la valoración financiera, cuerpo básico de conocimiento en las finanzas para avanzar en problemas más complejos. En todos los capítulos aparecen ilustraciones que estamos seguro facilitarán la comprensión de los conceptos abordados, con abundantes ejemplos prácticos resueltos y propuestos; así, los alumnos irán adquiriendo conocimientos básicos en cálculo financiero, necesarios para las distintas asignaturas a las que tendrán que enfrentarse a lo largo de la titulación. El tema 2 introduce el cálculo financiero mediante el estudio de la capitalización simple y compuesta, el tema 3 desarrolla la valoración de rentas, y en el último tema de este modulo se abordan las operaciones de amortización financiera.

La parte tercera, denominada *Evaluación de proyectos de inversión y financiación,* está dedicada a los problemas de toma de decisiones de inversión y financiación dentro de la empresa. Abarca los temas 5 a 8. El tema 5 estudia la estructura económica y financiera de la empresa, y, de forma más detallada en el tema 6, centrado en el pasivo del balance, analiza las diferentes fuentes de financiación que puede utilizar una empresa. En el tema 7, una vez conocidas las características de las fuentes de financiación, se examina y valora cómo determinar el coste de las mismas, siempre partiendo de la premisa de obtener la tasa óptima de actualización como variable fundamental en la valoración de inversiones. Para finalizar, el tema 8 estudia los diferentes métodos de valoración de inversiones, los criterios de aceptación o rechazo y la jerarquización de las mismas mediante los diferentes métodos.

La cuarta y última parte del libro se centra en la planificación financiera, desarrollando en los temas 9 y 10 la proyección de las magnitudes económicas y financieras en el largo y corto plazo, respectivamente.

Todos los temas se complementan con ejemplos resueltos y casos propuestos al final de ellos, resueltos en hoja de cálculo Excel, herramienta que, hoy en día, consideramos básica en el aprendizaje de las finanzas, al dotar al alumno de un instrumento valiosísimo para poder asimilar con más rapidez la materia, evitando así la tediosa tarea de innumerables cálculos repetitivos con lápiz y calculadora en mano.

En resumen, el lector tiene en sus manos un libro útil para introducirse en el campo de las finanzas empresariales de una forma teórico-práctica, con el que esperamos desarrollar un interés por seguir profundizando en el estudio de los

© Ediciones Pirámide

problemas financieros, cada vez más presentes en el día a día, condicionando la fortaleza o debilidad de la economía.

Esperamos conseguir que esta obra entusiasme tanto al profesor que la utilice como manual de consulta, como a los alumnos que deban sumergirse en ella para dar sus primeros pasos en el aprendizaje de las finanzas.

Si algo acertado hay en esta obra se debe a mis compañeros Manuel Cano, Pilar Gómez y Antonio Partal, a los que agradezco de corazón que se hayan comprometido tanto desde que les propuse elaborar un texto de Introducción a las Finanzas para los nuevos títulos de grado.

No puedo dejar de agradecer a Ediciones Pirámide, y en especial a Santiago García Cortés, su predisposición favorable e inmediata a nuestro proyecto.

Si el lector encuentra algún error en esta obra, la responsabilidad es enteramente del que suscribe, agradeciéndoles haberse interesado por nuestra aportación.

Me comprometo a mejorar en lo posible el contenido de este libro si así es demandado por nuestros lectores.

Agradezco desde aquí a nuestras familias la paciencia y el apoyo recibido durante el tiempo que hemos dedicado a escribir esta obra. Especialmente a Antonio, Manuel y Pilar por su predisposición a mis sugerencias, sus consejos y colaboración incondicional.

Jaén, noviembre de 2019.

FERNANDO MORENO BONILLA

© Ediciones Pirámide

PARTE PRIMERA
Introducción a la dirección financiera

1 La función financiera en la empresa

1.1. INTRODUCCIÓN

La Economía Financiera de la empresa es la rama de la Ciencia Económica que se ocupa de los problemas económico-financieros de la empresa.

Debemos entender por problemas económicos aquéllos ligados al activo del balance o, lo que es lo mismo, las inversiones que realiza la empresa, las cuales se materializan en el activo. Por el contrario, los problemas financieros están ligados al pasivo del balance, donde figuran las fuentes de fondos que la empresa ha utilizado para llevar a cabo las inversiones recogidas en el activo.

Como disciplina de carácter científico que es, la Economía Financiera responde a una doble necesidad: por un lado la interpretación de la realidad económico-financiera de la empresa, y por otro la explicación de su comportamiento.

Desde el punto de vista de los fines, la función descriptiva o interpretativa de la Economía Financiera alcanza tanto la estructura económico-financiera de la empresa como a sus relaciones en materia financiera con el medio donde se desenvuelve. Respecto a su función explicativa, no se limita sólo al conocimiento de «lo que es la fenomenología económico-financiera de la empresa», sino que atiende también a «lo que puede ser», llegando a la formulación de predicciones científicas, que cuando incorporen juicios de valor pueden dar lugar a la construcción de modelos sobre «lo que debe ser».

Además, como en toda parcela de la Economía de la empresa, la interpretación y explicación de los fenómenos que constituyen el objeto de estudio de la Economía Financiera envuelven una idea de equilibrio. Éste ha de entenderse en un sentido amplio, comprensivo no sólo de los equilibrios financieros de la empresa en el corto y largo plazo, sino también de los equilibrios del mercado o mercados de capitales en los que la empresa aparezca como sujeto principal, por el lado de la oferta y/o de la demanda.

© Ediciones Pirámide

La Economía Financiera se centra en el estudio de los problemas que le son propios a una de las áreas funcionales de mayor relevancia dentro del complejo mundo de la empresa: la de inversión-financiación o financiera, simplemente. Como indica el profesor Suárez (Suárez Suárez, 2005), el aspecto financiero es quizá el que más temprana y exhaustiva atención ha merecido, por tratarse de una función que condiciona al resto de las áreas de la empresa y sobre la que incide la actuación de todas ellas, cual resumen de todo el quehacer económico empresarial.

Desde un punto de vista metodológico, la descomposición de la empresa en áreas funcionales facilita la abstracción de los fenómenos económico y financieros, en el sentido de considerar como un todo al área financiera y soslayar las interrelaciones con la estructura interna y el entorno de la unidad empresa, a fin de resolver la problemática que le es propia en condiciones más simples de las que se dan en el mundo real. Esta descomposición conlleva el riesgo, sin embargo, de inducir a una acotación aislada de la realidad económico-financiera, sin tener en cuenta la constante interacción que entre las operaciones de la empresa se produce, e incurriendo, por tanto, en una falta de realidad o en una excesiva simplicidad en los planteamientos.

Desde el punto de vista de la fenomenología económico-financiera[1] se puede definir a la empresa como una sucesión en el tiempo de proyectos de inversión y financiación. Una empresa nace porque existe una demanda insatisfecha. Ahora bien, la producción del bien o servicio que satisfaga esa demanda requiere la realización de inversiones en activos de capital, que no pueden adquirirse si no se dispone, a su vez, de los recursos financieros convenientes. La empresa obtendrá un beneficio positivo y, por tanto, podrá sobrevivir, cuando la tasa de retorno o tipo de rendimiento interno de las inversiones realizadas sea superior al coste de capital utilizado para su financiación. Toda empresa tiene un presupuesto de capital limitado, lo que restringe sus posibilidades de inversión; sin embargo, cuando la empresa dispone de oportunidades de inversión rentables, el presupuesto de capital de la misma se amplía, ya sea porque aumenta su capacidad crediticia o porque aumenta su capital propio a través de la retención de beneficios, lo que, a su vez, incrementa la capacidad de endeudamiento de la misma. La inversión y la financiación empresarial son, pues, dos aspectos interdependientes que no pueden estudiarse separadamente, so pena de desfigurar la verdadera realidad económico-financiera de la empresa.

1.2. EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LAS FINANZAS

La preocupación por las finanzas ha ido evolucionando a medida que las empresas se han visto afectadas por el contexto económico en que se han ido desenvolviendo. Sus fronteras, en cuanto área de conocimiento, han seguido un curso

[1] Suárez Suárez, 2005.

© Ediciones Pirámide

expansivo, condicionado por el discurrir de las transformaciones económicas y guiado por los cambios en las funciones y responsabilidades propias de la dirección financiera de la empresa. Desde esta perspectiva, puede decirse que la función financiera en la empresa ha evolucionado en el tiempo a la par que evolucionaba también la propia Economía de la Empresa, absorbiendo progresivamente el campo de ésta hasta llegar a convertirse en una de sus partes fundamentales.

Podríamos decir que el estudio de las finanzas en épocas anteriores al siglo XX es inexistente, ya que las preocupaciones básicas en esta materia se centraban en el registro de las operaciones contables y la consecución de fondos para realizar las inversiones de la empresa.

En un primer período, que va desde principios del siglo XX hasta la crisis financiera de 1929, se produce un crecimiento de la economía mundial. Es en este período cuando la Economía Financiera de la empresa emerge como disciplina académica autónoma; hasta entonces la financiación de empresas no había sido sino una parcela más de la ciencia económica. Fueron los procesos de fusión y consolidación de empresas de comienzos de siglo los que despertaron el interés por los mercados de capitales y, en general, por los problemas financieros de las empresas, que en aquellos primeros momentos se planteaban vinculados al limitado objetivo de obtención de los fondos necesarios en la forma más económica. El objeto de las finanzas empresariales era explicar y describir instituciones, medios y técnicas a través de los cuales las empresas obtenían fondos, especialmente a largo plazo, dentro de una economía de mercado que incrementaba su complejidad. Los registros contables y los estados financieros, tal como hoy los conocemos, eran prácticamente inexistentes. Hubo que esperar el advenimiento de las regulaciones para que la información financiera pasara a desempeñar un papel importante. Aparecen los primeros trabajos en los que se habla de finanzas, como una rama de la economía. La innovación tecnológica de los años veinte y el subsiguiente proceso de consolidación de los nuevos sectores industriales (automóvil, acero, etc.) acentuaron el interés por el análisis de la financiación, preferentemente desde la consideración externa de la empresa, así como por aquellos episodios esporádicos en la vida de las empresas que más preocupaban: promoción, creación, consolidación, fusión, etc. El papel y funciones de los bancos de inversión y los problemas de liquidez y financiación de la empresa centrarían durante este período la atención de la Economía Financiera. Ya al final de la década se enfatizaría la preocupación por el análisis de los títulos valores en general y las acciones en particular.

Tras la crisis de 1929 se produce una gran depresión económica que acarrea una oleada de quiebras de empresas, incremento del desempleo y pobreza. Durante esta segunda etapa, que se alarga hasta 1945, la preocupación fundamental de las finanzas es el mantenimiento de la liquidez, las quiebras, las liquidaciones y las reorganizaciones empresariales, junto con la salvaguarda del interés de los acreedores, lo que conlleva la elaboración de informes financieros detallados de la situación de las empresas. La depresión de los años treinta desplazó la atención de la

© Ediciones Pirámide

Economía Financiera hacia el estudio de las actuaciones defensivas de la empresa, encaminadas a garantizar su supervivencia. El mantenimiento de una sólida estructura financiera, junto con los problemas de liquidez y procesos de quiebra, liquidación o reorganización, se convirtieron en temas centrales de la función financiera. Las numerosas insolvencias registradas durante este período trajeron consigo el incremento de regulaciones y controles gubernamentales sobre la actividad económica. Como consecuencia, el análisis de los estados financieros se perfeccionó y dio paso a la búsqueda de una mayor racionalidad en la introducción de consideraciones sectoriales y de economía industrial que, de forma indirecta, vino a reforzar el peso de la consideración externa en la financiación empresarial.

Durante los treinta años que van desde 1945 hasta 1975 se produce un período de prosperidad económica, favorecida por la necesidad de reconstruir Europa, destruida durante la Segunda Guerra Mundial. A lo largo de este período aparecen la electrónica y la informática, favoreciendo el desarrollo de las comunicaciones y con ello el comercio. Se produce un gran avance en la elaboración de modelos estadísticos y matemáticos que permiten a las finanzas centrar su atención en la optimización de las inversiones. Durante este período, la Economía Financiera de la empresa aparece dominada por el llamado enfoque tradicional, que venía gestándose desde las dos décadas anteriores. Este enfoque se caracteriza por un mayor énfasis en el análisis externo de la empresa, más que en la toma de decisiones dentro de la misma. El punto de vista de los aportantes de fondos sigue siendo predominante, y el estudio de la financiación externa es aún esencialmente descriptivo. En este período se presta, sin embargo, una mayor atención al análisis de los flujos de caja de la empresa y a su planificación y control.

Este planteamiento recibió serias críticas durante la segunda mitad de la década de los cincuenta por la excesiva consideración externa de la empresa. A efectos didácticos, tales críticas pueden resumirse en las siguientes:

1. Excesivo énfasis sobre la financiación de las grandes sociedades y la descripción de medios, y demasiado poco sobre empresas no societarias y las decisiones financieras.
2. Demasiado énfasis sobre la financiación a largo plazo, y escasa atención a los flujos de fondos a corto plazo y dirección de capital circulante.
3. Predominio de consideraciones externas —punto de vista del banquero inversionista— en la dirección, centradas en las fases episódicas y raras del ciclo de vida de la empresa, y no consideración de la problemática interna de una empresa en normal crecimiento.
4. Estudio centrado en las situaciones, las políticas y los procedimientos, en detrimento de los principios que pudieran informar el planteamiento de teorías.

A pesar de estas críticas, debe reconocerse el importante papel jugado por el pensamiento financiero tradicional en la consolidación de las finanzas como dis-

© Ediciones Pirámide

ciplina autónoma y en la génesis de su actual concepción. De hecho, la mayor parte de los temas centrales de la moderna Economía Financiera ya habían sido objeto de preocupación para los autores clásicos.

Los cambios en los sistemas de gestión producidos durante la etapa de la Segunda Guerra Mundial dieron lugar a una ampliación de las responsabilidades de la dirección financiera, que pasó a ocuparse no ya sólo de la obtención de fondos al mínimo coste y en las mejores condiciones, sino a desplazarse desde los problemas de iliquidez y solvencia hacia las cuestiones relacionadas con la rentabilidad y el crecimiento.

Esta nueva consideración de la función financiera planteó la necesidad de contar con un criterio racional de aceptación y rechazo de proyectos de inversión a la hora de asignar eficientemente el presupuesto de capital. Con el desarrollo durante la segunda mitad de los años cincuenta de nuevos métodos y técnicas para la selección de proyectos de inversión, comenzó a fraguarse una auténtica teoría para la asignación eficiente de los recursos dentro de la empresa.

Era el inicio de un nuevo planteamiento financiero, caracterizado por un enfoque analítico de la toma de decisiones, con especial interés en el análisis del valor.

Como resultado de estos profundos cambios, los directores financieros comenzaron a preguntarse cómo era valorada la empresa por sus inversores y acreedores, y cómo influía una determinada decisión sobre sus respectivas valoraciones. Esta preocupación por el análisis del valor desembocó en una evaluación crítica de la estructura de capital y de la política de dividendos de la empresa en relación con su valoración global. Los trabajos pioneros de Modigliani y Miller en 1958 y 1961 sobre estos dos importantes temas configuraron el escenario de una discusión teórica que aún hoy continúa. Nunca en el campo de la Economía Financiera se había suscitado una controversia como la que estos autores provocaron cuando argumentaron que con mercados financieros eficientes y ausencia de imperfecciones, las políticas de endeudamiento y de dividendos de la empresa eran irrelevantes a efectos de su valoración. En este orden de cosas, muchos de los desarrollos teóricos posteriores se han orientado hacia la identificación de las imperfecciones del mercado que pudieran dar lugar a un efecto valoración.

El hito más destacado de los años sesenta fue el desarrollo de la teoría de carteras y su eventual aplicación a la dirección financiera de la empresa. Expuesta inicialmente por Markowitz en 1952, la teoría de carteras se vio generalizada y perfeccionada con las aportaciones de Sharpe, Lintner, Mossin, Fama y otros muchos autores. Básicamente, esta teoría plantea que el riesgo de un activo individual no debe medirse en términos de variabilidad de su rentabilidad esperada, sino más bien en función de su contribución marginal al riesgo global de una cartera de activos. Un activo será más o menos arriesgado dependiendo del mayor o menor grado de covarianza entre su rentabilidad esperada y la de los restantes activos de la cartera. También en este período, a la par que se desarrollaba la teoría de carteras o de la inversión financiera, numerosos teóricos y empíricos

© Ediciones Pirámide

comenzaron a centrar su atención sobre el funcionamiento de los mercados financieros.

En los años setenta, el refinamiento adicional del modelo de equilibrio Sharpe-Lintner-Mossin, para la valoración de activos financieros (CAPM), permitió la aplicación de los desarrollos teóricos mencionados a la dirección financiera. El modelo de equilibrio de activos financieros vino a sugerir que una parte del riesgo de la empresa no es relevante para los accionistas de la misma, siempre que dicho riesgo pueda ser diversificado a través de la formación de una cartera de acciones. Su simplicidad e idoneidad como instrumento analítico le hicieron pronto revelarse como un modelo adecuado para la evaluación de las decisiones financieras de la empresa en mercados imperfectos. De este modo, quedaban entrelazadas dos ramas de la Economía Financiera que hasta este momento habían evolucionado separadamente: la teoría de carteras, con sus aplicaciones a la valoración de activos financieros, y la teoría de las decisiones financieras. La convergencia de la teoría de carteras, y sus aplicaciones a la valoración de activos financieros con la teoría de las decisiones financieras, marcó el inicio de una de las más fructíferas etapas en el proceso de expansión de la Economía Financiera.

El modelo de valoración de opciones, desarrollado por Black y Scholes para la evaluación de derechos financieros desde un punto de vista relativo, fue otra de las contribuciones relevantes de los años setenta a la moderna teoría financiera. En un mercado en el que se negociasen acciones y opciones sobre esas acciones, sería posible para un inversor individual alcanzar una posición sin riesgo comprando acciones y suscribiendo opciones. Si dicho mercado fuese eficiente, la rentabilidad que se obtendría, en una posición tal, debería coincidir con el tipo de interés sobre los títulos libres de riesgo. En estas condiciones, la evaluación de los diferentes tipos de opciones se convierte en un problema susceptible de formulación matemática. A partir de estas nociones básicas, numerosas investigaciones se han ocupado de la valoración de títulos convertibles y de tratar como si fuesen opciones, cuestiones como la estructura de capital de la empresa, la inclinación de los prestamistas a limitar el endeudamiento, o las obligaciones de una empresa. La aplicación del modelo de valoración de opciones a la Economía Financiera ha sido creciente y fructífera en el tratamiento de algunos problemas intelectuales durante los últimos años.

El período que va de 1975 a 1990 está marcado por la crisis del petróleo, que produjo un incremento drástico de los costes de producción. Las finanzas centran su atención durante esta etapa en la optimización de la relación rentabilidad-riesgo. Las elevadas tasas de inflación registradas durante estos años y su creciente volatilidad acentuaron considerablemente la incertidumbre del entorno en el que la empresa se va desenvolviendo. Las previsiones sobre precios, costes y demanda futura son mucho más inciertas, y las decisiones de inversión y financiación están sujetas a un mayor grado de riesgo que en épocas anteriores, cuando los índices de inflación se situaban en cotas más bajas y eran menos fluctuantes. Estas y otras consideraciones ejercen un efecto negativo sobre la valoración de la

© Ediciones Pirámide

empresa y sobre la demanda empresarial de recursos ajenos, que es preciso tener en cuenta a la hora de interpretar la realidad económico-financiera de la empresa y explicar su comportamiento.

A partir de 1990 se abre un nuevo período, salpicado de diferentes crisis financieras como fruto de la globalización económica y financiera. En esta última etapa las finanzas adquieren una importancia estratégica dentro de la empresa, convirtiéndose en una parte activa en la creación de valor. Se produce un notable avance en las teorías sobre la valoración de empresas, abandonando los enfoques estáticos y desarrollando otros nuevos de carácter dinámico. Es de resaltar la influencia que sobre las decisiones financieras adquieren los continuos avances de las tecnologías de la información que se van produciendo.

1.3. LA FUNCIÓN FINANCIERA EN LA EMPRESA

Son muchos los autores que han definido la empresa desde distintos puntos de vista. No obstante, a nosotros nos interesa aquella definición planteada desde la óptica de las finanzas. Para ello, tomaremos una realizada por el profesor Suárez Suárez (1977) desde el punto de vista de la fenomenología económica: «como una sucesión en el tiempo de proyectos de inversión y financiación. Una empresa nace para hacer frente a una demanda insatisfecha. Ahora bien, para satisfacer esa demanda se necesita hacer inversiones en bienes de equipo, naves industriales, activo circulante, etc., pero a su vez dichas inversiones no pueden llevarse a cabo si no se dispone de recursos financieros».

Esta definición recoge los dos aspectos fundamentales de las finanzas: por un lado, las inversiones o aplicación de los recursos que la empresa realiza para conseguir sus fines, y, por otro, la obtención de fondos, o financiación, que le permite llevar a cabo las mismas.

Con respecto a la financiación, habría que resaltar, por su especial importancia, las decisiones sobre dividendos, es decir, la remuneración que la empresa realiza a sus accionistas por la aportación de fondos al capital social de la misma.

En la empresa se producen diferentes tipos de flujos, todos ellos evaluables en términos monetarios, y es la función financiera de la empresa la encargada de su control y manejo:

1. En primer lugar están las inversiones, tanto de activos fijos como circulantes, necesarias para la satisfacción de esa demanda de bienes o servicios que la empresa se ha propuesto satisfacer. Estas inversiones producen dos tipos de flujos: unos derivados de la adquisición de los diferentes activos (pagos) y otros como consecuencia de la liquidación de los mismos al final de la vida útil de dichos activos (cobros).
2. En segundo lugar está la financiación u obtención de los recursos necesarios que le permiten realizar las inversiones. La financiación adquiere di-

© Ediciones Pirámide

ferentes formas, como pueden ser las acciones, la deuda o las reservas acumuladas. Las diferentes fuentes de financiación que utiliza la empresa dan lugar a flujos de remuneración de las mismas y a la restitución de los fondos utilizados, en su caso.

3. La puesta en funcionamiento de los activos productivos dan lugar, a su vez, a dos flujos con sentido contrario:

   a) Por una parte están los ingresos derivados de la venta de los productos o prestación de servicios que la empresa realiza.

   b) Y, por otro, los gastos derivados de la producción de dichos productos o servicios.

El resumen de ambos flujos da lugar al resultado de la explotación, que debe ser superior a los costes derivados de la remuneración de las fuentes financieras que la empresa utiliza. A su vez, la liquidez generada por la explotación no sólo debe permitir a la empresa remunerar sus pasivos, sino hacer frente a la devolución de los mismos en los plazos pactados, para que ésta sobreviva.

Teniendo en cuenta que todo lo anterior se produce estando la empresa sometida a diferentes riesgos, derivados del tipo de inversiones que realiza y de la forma en que ésta se financia, es necesario que la función financiera de la empresa se encargue de una adecuada gestión de esos riesgos.

Por otra parte, la función financiera debe interactuar y coordinarse con las demás funciones que tienen lugar dentro de la empresa: dirección, recursos humanos, producción, comercial, etc., ya que todas ellas toman decisiones con implicaciones financieras que conforman y determinan los flujos que hemos comentado anteriormente.

Puesto que la financiación que la empresa utiliza proviene en su mayor parte del exterior de la misma y se adquiere en los mercados financieros, la función financiera será la encargada de interactuar con dicho mercado cuando la empresa emite acciones u obligaciones, gestiona un préstamo o un *leasing,* etc.

Mientras que toda la gestión de los activos de la empresa está enfocada a la obtención de rentabilidad (ingresos superiores a los gastos), la gestión de los pasivos está enfocada al coste que éstos suponen, ya que en este caso sólo se producen gastos derivados de la remuneración de dichos pasivos. La función financiera deberá encargarse de las políticas de remuneración de las acciones (dividendos) y de las deudas (intereses). La política de dividendos es determinante en el valor de las acciones en el mercado, toda vez que los dividendos conforman la renta que obtienen los accionistas de la empresa, y éstos sólo estarán dispuestos a adquirir las acciones si la remuneración de las mismas les satisface, estando ligada íntimamente al beneficio neto obtenido por la empresa. En cambio, la remuneración de la deuda tiene connotaciones diferentes, ya que la empresa ha de remunerarla independientemente de que obtenga beneficio o pérdida en el ejercicio. Además, mientras que la financiación con acciones no comporta un compromiso temporal

© Ediciones Pirámide

para la devolución de los fondos, la financiación mediante deuda lleva implícito un plazo para que éstos sean devueltos.

Podemos resumir, en base a todo lo comentado hasta ahora, que la función financiera de la empresa ha de encargarse de:

1. Las decisiones de inversión, tanto en activos fijos como circulantes.
2. Las decisiones de financiación y la estructura del pasivo que ha de adoptar.
3. El nivel óptimo de tesorería que la empresa ha de mantener.
4. El nivel óptimo del fondo de maniobra de la empresa.
5. La política de dividendos.

1.4. EL OBJETIVO FINANCIERO DE LA EMPRESA

La función financiera, al igual que las demás funciones existentes en la empresa, necesita de un objetivo que marque los criterios a seguir en la toma de decisiones de tipo financiero. No podemos ignorar que las empresas se ordenan hacia la consecución de un objetivo último, y ello nos lleva a admitir que el objetivo financiero de la empresa debe estar encauzado a la consecución del objetivo de la empresa.

La empresa necesita de un objetivo último para alcanzar el éxito, pues marcará la dirección hacia la que ha de encauzar sus esfuerzos.

Tradicionalmente, se ha admitido la maximización del beneficio como objetivo único al que se encaminan las empresas; no obstante, plantea serios problemas de medición del desempeño en la consecución del mismo. El beneficio es una variable muy discutible, al ser susceptible de manipulación por parte de la empresa, lo cual ha dado lugar a fuertes críticas por parte de los estudiosos del tema. Por otra parte, debemos reconocer que si el beneficio obtenido por la empresa en un determinado período no condicionase la consecución de beneficio en períodos posteriores, sería factible hablar de la maximización del beneficio sin importar el período de tiempo al que se haga referencia, ya que, a largo plazo, el beneficio total alcanzado no se vería afectado. Pero esto no suele suceder así, pues la maximización del beneficio en un determinado período afectará de forma sustancial a la consecución de beneficios en los períodos posteriores. Por este motivo, al hablar de maximización del beneficio es conveniente añadir una referencia al plazo en el que se piensa conseguir, el cual debe ser el largo plazo.

Otra tendencia, relativa al objetivo de la empresa, afirma que en ésta no existe un único objetivo, sino que la misma busca satisfacer los diferentes objetivos de los diversos grupos que interactúan en la misma (accionistas, directivos, clientes, proveedores, prestamistas, trabajadores, administración, etc.).

© Ediciones Pirámide

Admitamos una cosa u otra, que la empresa persigue un único objetivo o múltiples, hemos de reconocer que el subobjetivo que debe guiar a la función financiera dentro de la empresa ha de colaborar a la consecución del objetivo u objetivos de ésta.

Está admitido de forma general que el objetivo de la función financiera es la maximización del valor de las acciones, provocando el incremento de riqueza de los accionistas. La forma de medir la riqueza de los accionistas es mediante la valoración de las acciones que poseen, la cual, a su vez, se realiza mediante la valoración de la renta que estas acciones producen. Si la renta del accionista viene dada por los dividendos que las acciones le reportan, hemos de aceptar que éstos sólo se producirán en la medida que la empresa genere beneficios que permitan distribuir la mayor cantidad de dividendos posibles.

De esta manera, el objetivo de la empresa (maximización del beneficio) se verá satisfecho en la medida que las decisiones financieras vayan encaminadas a la maximización del valor de las acciones, y esto sólo se conseguirá si la medición del beneficio empresarial, consistente en la maximización del beneficio, se realiza en el horizonte temporal del largo plazo.

De igual forma, el objetivo financiero consistente en la maximización del valor de las acciones no se contrapone con los diferentes objetivos que los diversos grupos implicados en la empresa puedan perseguir, toda vez que los accionistas, si bien conforman el grupo con mayor poder dentro de la misma, poseen una remuneración residual, ya que antes de que el accionista perciba el dividendo, producto del beneficio obtenido por la empresa, los demás grupos implicados ya habrán sido retribuidos previamente.

1.5. EL DIRECTOR FINANCIERO

Dentro de la organización empresarial hay que encuadrar al director financiero, quien ocupa un lugar elevado dentro de jerarquía por el papel preponderante que las finanzas ocupan en las decisiones empresariales.

En el organigrama que se muestra en la figura 1.1 se pueden observar dos aspectos fundamentales: en primer lugar la dependencia del director financiero del más alto nivel dentro de la empresa y, en segundo lugar, una subdivisión básica dentro del departamento financiero, consistente en la separación o reparto de las responsabilidades financieras en dos grandes áreas (tesorero y *controller*).

Corresponde al director financiero la propuesta de políticas tendentes a determinar tanto la estructura financiera como la política de inversiones de la empresa, sin olvidar la política de dividendos a seguir.

Dado que las políticas mencionadas anteriormente afectan unas al activo y otras al pasivo de la empresa, éstas coinciden con las responsabilidades que se atribuyen al controller y al tesorero, respectivamente.

© Ediciones Pirámide

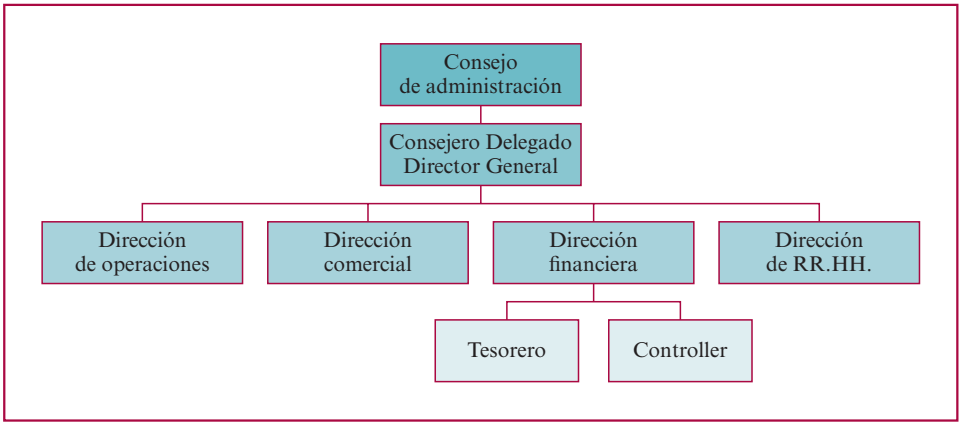

Figura 1.1. Organigrama de una empresa, con especial referencia al departamento financiero.

El tesorero es el responsable de las funciones relacionadas con la obtención de fondos, mientras que el controller es el responsable de las funciones relacionadas con la aplicación de dichos fondos.

Sin ánimo de ser exhaustivos, podríamos enumerar una serie de funciones atribuidas a la sección de tesorería dentro del departamento financiero:

— La gestión de los flujos de caja de la empresa (gestión de tesorería).
— La obtención y gestión de fondos de la empresa, lo que conlleva la relación con entidades financieras, estableciendo las condiciones de los préstamos y otras líneas de financiación como pueden ser el descuento comercial, pólizas de crédito, confirming, factoring, leasing, etc.
— La elaboración del presupuesto de tesorería de la empresa.
— Operaciones financieras tales como la inversión de los excedentes transitorios de tesorería.
— El análisis de créditos a clientes, estableciendo la política de créditos y controlando su cumplimiento.
— La contratación y gestión de seguros de la empresa.

Por su parte, las funciones que se pueden atribuir al controller serían:

— El análisis económico y financiero de las inversiones que realiza la empresa, estableciendo las nuevas inversiones que se han de realizar.
— La elaboración de la planificación financiera, estableciendo e integrando los distintos presupuestos y realizando el control de los mismos.
— La contabilidad, tanto externa como interna.

© Ediciones Pirámide

— La elaboración de los estados financieros.
— Las relaciones con Hacienda.

Dado que el controller y el tesorero tienen asignadas unas funciones que podríamos considerar contrapuestas pero a la vez complementarias, sus objetivos son distintos, pero en todo caso contribuyen al objetivo financiero de la empresa.

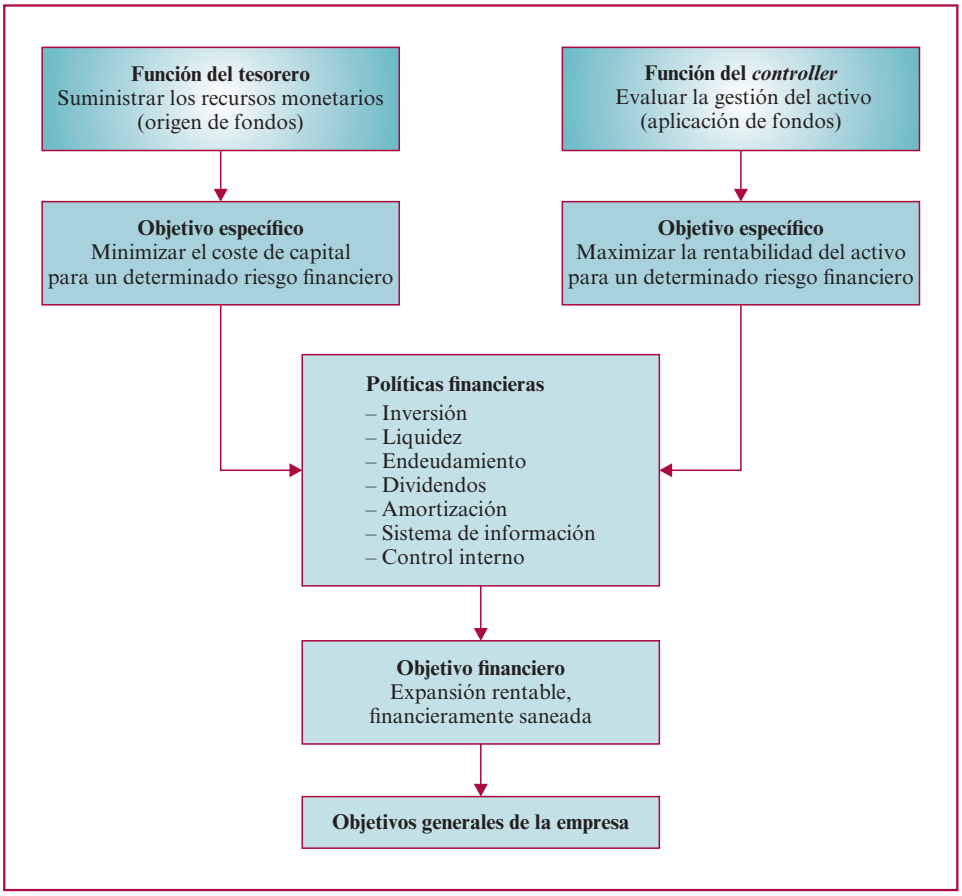

Figura 1.2. Integración de las funciones del tesorero y el controller.

Siguiendo a Pérez-Carballo, A. y J. y Vela Sastre, E. (1993), el gráfico anterior muestra la integración de las funciones del tesorero y el *controller,* de forma que ambos contribuyen, mediante sus políticas financieras propias, a la consecución del objetivo financiero, y éste a los objetivos generales de la empresa.

© Ediciones Pirámide

BIBLIOGRAFÍA

Fernández Blanco, M. (1991). *Dirección financiera de la empresa.* Madrid: Pirámide.

Ferruz Agudo, L. (2002). *Dirección financiera.* Barcelona: Gestión 2000.

Pérez-Carballo, Á., Pérez-Carballo, J. y Vela Sastre, E. (1993). *Principios de gestión financiera de la empresa* (2.ª ed.). Madrid: Alianza Universidad Textos.

Ruiz Martínez, R. J. y Gil Corral, A. M. (2006). *Introducción a la gestión financiera.* Madrid: Síntesis.

Suárez Suárez, A. S. (2005). *Decisiones óptimas: inversión y financiación en la empresa* (21.ª ed.). Madrid: Pirámide.

© Ediciones Pirámide

PARTE SEGUNDA
Valoración financiera

2 Introducción a la valoración financiera

2.1. FUNDAMENTOS BÁSICOS

2.1.1. Capital financiero

Todo bien económico constituye un elemento de riqueza que puede ser expresado en unidades monetarias, pero su valoración queda incompleta si no indicamos el momento de su disponibilidad. Cualquier sujeto económico prefiere los bienes presentes sobre los futuros a igualdad de cantidad y calidad; por tanto, el tiempo influye en la apreciación de los bienes económicos. De igual modo, entre dos bienes que sirven para satisfacer la misma necesidad, pero que están disponibles en tiempos distintos, es preferido el bien más próximo, considerado el tiempo como un bien económico negativo.

La valoración de un bien económico requiere identificar dos elementos: la cuantía o medida objetiva del bien en unidades monetarias (C) y el momento del tiempo (t) al que va referida esa medida, denominado disponibilidad o vencimiento de la cuantía.

De esta forma, se entiende por capital financiero la medida del valor de un bien económico, referida al instante de su disponibilidad o vencimiento, siendo una magnitud bidimensional representada por dos números reales (C, t). Gráficamente, representaremos los capitales financieros sobre una recta real:

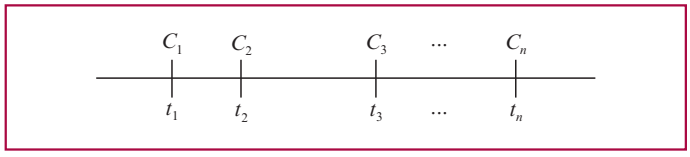

Figura 2.1. Representación gráfica de capitales financieros.

© Ediciones Pirámide