

Fernando Gómez-Bezares

ELEMENTOS DE FINANZAS CORPORATIVAS

Inversión y Financiación en la Empresa



Desclée
De Brouwer

ELEMENTOS DE FINANZAS CORPORATIVAS

(Inversión y Financiación en la Empresa)

Fernando Gómez-Bezares

Catedrático de Finanzas de la Universidad de Deusto

Con la colaboración de:

Javier Santibáñez

Catedrático de Finanzas de la Universidad de Deusto

BIBLIOTECA DE GESTIÓN

DESCLÉE DE BROUWER

ÍNDICE

ÍNDICE	5
INTRODUCCIÓN	11
PRIMERA PARTE: «PROLEGÓMENOS»	
Capítulo 1: «FUNCIONES y OBJETIVOS DE LA DIRECCIÓN FINANCIERA»	21
1.1. Evolución histórica	21
1.2. Plan del libro	26
1.3. El objetivo financiero de la empresa	27
1.4. Breve reseña bibliográfica	34
Apéndice 1–A: «Valor del dinero en el tiempo»	36
• El interés simple y el interés compuesto	38
• Valor final y valor actual de una cantidad	43
• Las tablas financieras	44
SEGUNDA PARTE: «ANÁLISIS Y PLANIFICACIÓN»	
Capítulo 2: «LA EMPRESA: UN SISTEMA DE FLUJOS DE FONDOS»	51
2.1. Los fondos	51
2.2. El flujo de fondos	56
2.3. El caso de la empresa «CICESA»	71
2.4. Un segundo caso	86
Apéndice 2–A: «Representación contable»	88
Apéndice 2–B: «El término Cash–flow»	91
Capítulo 3: «RELACIONES ECONÓMICO–FINANCIERAS»	93
3.1. El equilibrio económico–financiero	94
• Equilibrio a largo plazo	102
• Perfiles de fondos	109
• Equilibrio a corto plazo	110
3.2. El leverage operativo	111
3.3. El leverage financiero	118

3.4. Los ratios	126
3.5. La pirámide de relaciones	132
Apéndice 3–A: «Análisis global de las decisiones de inversión y financiación»	134
• Nota 1: el equilibrio a corto plazo	139
• Nota 2: volviendo al objetivo financiero	140
Capítulo 4: «LA CONCLUSIÓN DEL ANÁLISIS Y LA PROYECCIÓN FINANCIERA»	141
4.1. Resolución práctica de la pirámide de relaciones	142
4.2. Planificación de la evolución de los fondos	149
4.3. El presupuesto de tesorería	151
4.4. El análisis proforma	158
4.5. Caso de la empresa DULCES BILBAO, S.A.	164
Apéndice 4–A: «Aplicación de métodos estadísticos y de investigación operativa»	171
Apéndice 4–B: «La inflación y su efecto en el análisis y en la previsión»	175
TERCERA PARTE: «LAS DECISIONES DE INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN»	
Capítulo 5: «LA INVERSIÓN EN CONDICIONES DE CERTEZA»..	183
5.1. La inversión	184
5.2. El perfil de un proyecto de inversión	186
• A) El desembolso inicial incremental	187
• B) La generación incremental de fondos	189
• C) El valor residual incremental	193
• D) La vida útil del proyecto	193
• Ejemplo	197
• Nota sobre la inversión en circulante	199
5.3. Los criterios de selección de inversiones	200
• A) Criterio del «período de recuperación» o «payback» –Pb–.	201
• B) Criterio del «valor actualizado neto» –VAN–	204
• C) Criterio del «índice de rentabilidad» –IR–	206
• D) Criterio de la «tasa de rentabilidad interna» –TRI–	208
• Análisis de las discrepancias entre el VAN y el TRI en base a los perfiles del VAN	211
• Las discrepancias VAN–TRI y el tipo de reinversión	215
• Análisis del proyecto diferencia	217
• Algunas consideraciones finales	218
5.4. El efecto de la inflación	219
• A) La inflación no afecta a la generación de fondos	221

• B) La inflación afecta a la generación de fondos a un tipo constante «g»	222
• C) Una visión un poco más completa	225
5.5. El caso de la empresa «DISVISA»	227
Apéndice 5–A: «La programación matemática en la selección de inversiones»	233
Apéndice 5–B: «La inconsistencia de la TRI»	237
• Proyectos simples y no simples	237
• Proyectos puros y mixtos	245
• Una consideración final	246
Apéndice 5–C: «La TRI y el tamaño de la inversión»	247
Apéndice 5–D: «Una nota sobre el control».....	249
Apéndice 5–E: «Algunas precisiones sobre el concepto de inversión y su financiación»	252
Apéndice 5–F: «La asociación de decisiones de inversión y financiación»	256
• Algunas consideraciones adicionales	257
Capítulo 6: «LA INVERSIÓN EN CONDICIONES DE RIESGO»	263
6.1. Certeza, riesgo e incertidumbre	263
6.2. La toma de decisiones con riesgo	266
6.3. La inversión con riesgo	272
• A) Cuando las generaciones de fondos son variables independientes	275
• B) Cuando las generaciones de fondos son variables perfectamente correlacionadas	280
• C) Cuando existe una correlación moderada entre las generaciones de fondos de los distintos años	282
• D) Ampliación del problema	283
6.4. Los criterios de decisión con riesgo	284
• A) Ajuste del tipo de descuento	285
• B) Equivalente de certeza	286
• C) Penalización directa del VAN	287
• D) Análisis de sensibilidad	293
6.5. El conjunto de los proyectos de inversión	294
Apéndice 6–A: «Decisiones secuenciales y análisis bayesiano»	300
• La información adicional, planteamiento bayesiano	303
• Caso de la empresa ABC	306
Apéndice 6–B: «Simulación y selección de inversiones»	311
• Simulaciones sobre distribuciones teóricas	315
• Conclusión	318

Apéndice 6–C: «Teoría de cartera y del mercado de capitales»	320
• Análisis y selección de carteras	320
• Línea del mercado de capitales	324
• C.A.P.M.	326
• Consecuencias del modelo	329
Apéndice 6–D: «Eficiencia del mercado»	332
Capítulo 7: «LA FINANCIACIÓN»	335
7.1. El coste de los fondos	335
• A) Coste de una fuente en general	336
• B) Coste de los fondos ajenos	337
• C) Coste de los fondos propios	339
• D) El coste de los fondos en su conjunto	343
7.2. La estructura financiera: diferentes posturas sobre cómo afecta al coste de los fondos	344
• A) Postura de apalancamiento puro	345
• B) Postura de Modigliani y Miller (MM)	348
• C) Postura tradicional	350
7.3. De la postura MM a la tradicional	353
• Postura MM sin impuestos	355
• Postura MM con impuesto de sociedades	355
• Miller y la vuelta a la posición sin impuestos	357
• Impuestos, otras imperfecciones y la aproximación a la postura tradicional	359
7.4. El riesgo operativo y el riesgo financiero	360
7.5. La política de dividendos	363
• La irrelevancia de los dividendos	364
• Las imperfecciones del mercado y la importancia de la política de dividendos	366
• Políticas de dividendos	367
CUARTA PARTE: «INVERSIÓN Y FINANCIACIÓN A CORTO PLAZO»	
Capítulo 8: «LA GESTIÓN DE LOS CIRCULANTES».....	373
8. 1. La gestión de stocks	374
• Los gráficos AB C	380
8.2. El modelo probabilístico.....	381
8.3. La utilización de la simulación	383
8.4. La gestión de caja	390
• Modelo de inventario	395
• Modelo de Miller–Orr	397
8.5. Gestión de cuentas por cobrar	399
• La calidad de los clientes rechazados	399
• Los gastos de cobro	401

• Período de cobro	402
• Aceleración del cobro	402
• Aseguramiento del cobro	403
• El factoring	404
• Aplicación del análisis discriminante	404
8.6. Algunas consideraciones finales	404
• La inversión en activos financieros	405
• La financiación a corto plazo	405
 ANEXO: «NOVEDADES EN LAS FINANZAS CORPORATIVAS»	
1. Introducción	409
2. El paradigma de los setenta	410
3. Desarrollos del paradigma	412
4. Conclusiones	418
Bibliografía	419
 TABLAS	 421
 BIBLIOGRAFÍA	 439

INTRODUCCIÓN

El objetivo de las primeras líneas de este libro es dar la bienvenida al lector a unas páginas que le ayudarán a adentrarse por el interesante mundo de las finanzas empresariales; quiero desearle ánimo para abordar este campo de la ciencia económica cuyos conocimientos se aplican diariamente en las empresas de todos los tamaños, y no sólo por los financieros, sino por cualquier persona con responsabilidad. Por eso los conceptos, los instrumentos o la forma de razonar que va a ir adquiriendo y completando (dependiendo de la formación previa) le van a ser, con casi total seguridad, de gran utilidad. Hemos preparado un *buen menú* para el lector que guste de la gestión empresarial: variado, completo, asequible, bien estructurado, de fácil digestión, y que le va a proporcionar conocimientos suficientes para resolver problemas financieros importantes (o al menos hemos trabajado para que tenga todas esas virtudes). Esta introducción bien podría ser el *aperitivo*; recomiendo al lector que no prescinda de ella: le entonará para degustar mejor los platos principales. Pero si es su deseo pasar directamente al primer plato, no seré yo quien se lo impida.

Suele estar bastante aceptado el dividir las finanzas en tres áreas: finanzas empresariales o corporativas, mercados financieros y el estudio de empresas típicamente financieras (como banca y seguros). La realidad es que los límites entre las tres áreas no son siempre muy claros y los conocimientos que se adquieren en finanzas empresariales creo que son la base de todo lo demás; a eso dedicamos este manual. Pero me gustaría, antes de seguir presentando el libro, hacer alguna reflexión sobre la utilidad de las finanzas. Empecemos más arriba, pensando en la utilidad de la economía (de la que las finanzas son parte); simplificando mucho, podemos decir que la economía se dedica a *asignar recursos*, sirve para decidir a qué dedicamos las diferentes capacidades humanas (energía, tiempo, aptitudes...), el capital físico, los recursos naturales..., para producir bienes y servicios, que a su vez hay que distribuir. Las finanzas se fijan en las cantidades monetarias: cómo obtenemos el dinero y dónde lo invertimos; son una parte fundamental del proceso de asignación. Es preciso que los mercados y los intermediarios financieros (como la banca) lleven el dinero de los ahorradores allí donde es más productivo o más útil, a la vez que las empresas han de hacer lo propio con el dinero que reciben de sus proveedores de fondos. Vemos así que la economía y las finanzas juegan un papel clave en el proceso de asignación (incluido el proceso de distribución), de ahí su importancia para los individuos y para la sociedad. También es claro que las decisiones económicas y financieras pueden tomarse desde unos u otros postulados éticos, en base a unos valores morales, y que éstos tienen su influencia en el resultado obtenido. En este libro vamos a presentar una serie de conceptos, instrumentos..., que bien utilizados producirán, probablemente, resultados positivos

para los individuos y para la sociedad; pero el lector ha de ser consciente de que también se pueden utilizar mal.

De lo anteriormente comentado, se puede colegir que las finanzas empresariales se dedican fundamentalmente a conseguir fondos para su pasivo (propio y ajeno) y a invertirlos en su activo; de ahí que las dos grandes decisiones de las finanzas corporativas sean la financiación y la inversión, tal como reza el subtítulo de este libro. Y a eso nos dedicaremos principalmente en esta obra: *a las decisiones de inversión y de financiación*. Lo cierto es que en ambas se resume todo lo que hay que decir sobre finanzas corporativas, e incluso sobre finanzas en general. Con todo, a nivel práctico, suele ser interesante distinguir algo más, pudiendo hacerse cuatro apartados: *análisis*, *planificación*, *inversión* (propiamente dicha) y *financiación* (propiamente dicha). Nosotros en este libro estudiaremos todo lo anterior en cuatro partes:

- Prolegómenos (capítulo 1)
- Análisis y Planificación (capítulos 2, 3 y 4)
- Las decisiones de Inversión y Financiación (capítulos 5, 6 y 7)
- Inversión y Financiación a Corto plazo (capítulo 8)

Terminando con un anexo sobre ciertos aspectos más novedosos relacionados con lo anterior, las tablas y la bibliografía. Pretendemos así que el lector tenga un buen panorama sobre la teoría financiera actual y sus aplicaciones (a un nivel sencillo y siempre desde una perspectiva fundamentalmente empresarial). Sin embargo, no pretende ser éste un trabajo enciclopédico, que recoja una gran diversidad de modelos, procedimientos y opiniones; por el contrario tiene una intención fundamentalmente didáctica, procurando centrarse en aquello que entendemos que es realmente importante para la formación del lector, aunque, por supuesto, el criterio de elección es siempre discutible.

En cuanto a la *bibliografía* citada, tanto a pie de página como al final de la obra, se han seguido para su selección dos criterios: aquellos trabajos que aportaron en su momento algo importante para la evolución del estudio de las finanzas y aquellos que tienen un especial interés pedagógico (sin olvidar que nuestros lectores serán normalmente hispanoparlantes). En el apartado 1.4 existe una pequeña guía de libros recomendados. La norma general ha sido citar las obras a pie de página con su referencia completa (excepto cuando ya ha aparecido en el mismo capítulo) para facilitar su identificación; esto no excluye el que al final del libro aparezca una relación de todas las obras citadas y otras que creo que resultan de interés. A pesar de la costumbre de citar en el texto con autor y año entre paréntesis, me he inclinado por este otro sistema, más cómodo para el no experto, sobre todo en obras de determinado volumen. Por la misma razón he mantenido una forma de citar más estándar en la bibliografía final, y otra, que entiendo más clara para el no experto, en las notas al pie.

En una obra como ésta la originalidad debe estar en la forma de exponer las ideas, y pocas veces en las ideas en sí, que están tomadas, o al menos inspiradas, en los autores que se citan en la bibliografía. A lo largo del texto trato de familiarizar al lector con las personalidades más relevantes de la investigación en nuestra materia, y con otras que nos han ido aportando cosas, pero primando los aspectos didácticos sobre la pura erudición, por lo que las referencias, salvo en el primer capítulo, son escasas.

Por lo que se refiere al planteamiento didáctico, he intentado una elevación progresiva del grado de complejidad; apoyándome en cualquier caso en numerosos ejemplos prácticos. Pero para obtener un provecho mayor de la lectura, ésta ha de completarse con la resolución de casos prácticos de cierta entidad sobre situaciones cercanas a la realidad (algunos aparecen resueltos en el texto a modo de ejemplo).

A lo largo de las siguientes páginas he tratado de mantener el rigor que precisa una exposición universitaria, pero sin perder de vista el necesario pragmatismo que debe imperar en las finanzas. Nuestra disciplina se justifica, desde sus orígenes hace más de cien años, por su *aplicabilidad*, y eso no debemos olvidarlo; aunque tampoco debemos obviar los fundamentos teóricos de nuestra ciencia. En definitiva, el libro busca el equilibrio entre lo teórico y lo práctico, y con los pies puestos en la economía de nuestro entorno.

La investigación en finanzas ha crecido mucho en los últimos años, tanto a nivel mundial, como, en concreto, en España. Desde un punto de vista epistemológico, se apoya en modelos, contruidos sobre condiciones que no se corresponden exactamente con la realidad; esto se justifica pues el tratar de contemplarla con toda su riqueza nos llevaría a modelos inmanejables. Tal metodología adquiere interés cuando las conclusiones concuerdan con la realidad observada. El problema consiste en que las *contrastaciones empíricas* rara vez permiten apoyar o rechazar rotundamente una teoría, lo que ha hecho que los investigadores llevemos muchos años contrastando una y otra vez cosas parecidas.

A modo de ejemplo sobre lo que acabo de decir, podemos comentar que, bajo ciertos supuestos, Modigliani y Miller llegaron a la conclusión de que los dividendos repartidos o la combinación de fondos propios y ajenos en la financiación, eran cuestiones irrelevantes, cuando en la práctica esto parece difícil de sostener. Sin embargo, de sus estudios se deduce algo importante: la creación de riqueza en las empresas va a venir, sobre todo, por medio de la inversión.

En una línea relacionada con lo anterior, nosotros vamos a plantear una *separación* entre las decisiones de inversión y financiación: buscaremos la inversión óptima y la financiación óptima, de forma relativamente autónoma. Esto puede sostenerse desde una perspectiva teórica, y puede resultar, además, práctico en la realidad de muchas empresas, pero tiene, sin duda, limitaciones: puede haber ligazón entre la inversión y una forma de financiación, como comentaremos en un apéndice del capítulo quinto; o

también el tipo de activos puede influir en el volumen de los costes de bancarrota. Pero no entraremos demasiado en esto.

Este libro pretende ser un texto flexible que se adapte a un abanico relativamente amplio de necesidades: desde un curso introductorio a las finanzas para alumnos con cierta base de contabilidad y algunos conocimientos de economía, sobre todo en su faceta empresarial, hasta un curso bastante completo de finanzas, con el acento puesto en los aspectos prácticos de las mismas. Así, prescindiendo de la mayoría de los apéndices y centrándose en los capítulos: uno, dos, tres (viendo por encima el punto 3.1), cuatro y cinco, y comentando el seis y el siete, tenemos el material que utilizamos en cursos para postgraduados (no economistas), a nivel de introducción. Añadiendo algunos apéndices y con una mayor profundización en los temas que no han sido bien estudiados en el plan anterior, tendremos base suficiente para un curso monográfico sobre finanzas.

A nivel de Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, el libro, con todos o casi todos sus apéndices y algunas lecturas complementarias, puede ser la base de una asignatura general sobre finanzas. Si bien puede complementarse posteriormente con un texto de carácter más teórico, para profundizar en el tema.

El lector no deberá buscar aquí un tratado sobre *instituciones e instrumentos financieros*, entendiendo como tal un estudio *descriptivo* de los mercados, los instrumentos, los agentes..., adaptado a las circunstancias de índole jurídico-económica de uno o varios países. Nuestro objetivo será fundamentalmente *construir modelos que nos ayuden a tomar decisiones sobre inversión y financiación*. Con todo, no entraremos en los modelos más complejos. En el avance de las finanzas, nos encontramos desde hace años con que son pilares fundamentales la *microeconomía* y el *análisis cuantitativo* (estadística, investigación operativa, teoría de la decisión...); aunque este enfoque ha influido en esta obra, hemos obviado o minimizado los planteamientos más complicados. Por otro lado, no debemos olvidar otros fundamentos que debe tener el experto en finanzas como la contabilidad o el conocimiento de los mercados y del entorno jurídico. Respecto a esto último, los planteamientos del libro tienen muy en cuenta la contabilidad, si bien en los temas jurídicos y de mercados se entra poco al ser relativamente cambiantes en el tiempo y en el espacio.

Siguiendo con lo anterior, el libro tiene que hacer algunas referencias a aspectos jurídicos: fiscales, mercantiles, etc. La norma habitual ha sido no fijarnos en una legislación concreta, de un lugar y un momento determinados, sino aplicar las reglas más generales. Así hemos hecho, por ejemplo, al calcular los impuestos. Las razones de esta forma de proceder son varias: la principal es que no creemos que sea bueno distraer al lector con particularidades (por ejemplo fiscales) que le desvíen de la comprensión del tema estrictamente financiero; en segundo lugar no somos expertos en las diferentes ramas del derecho empresarial, por lo que sería arriesgado entrar en demasiados detalles; además hay temas muy cambiantes (como determinadas regulaciones fiscales) cuya variación dejaría obsoleto rápidamente el libro y, finalmente, esta obra pensamos usarla en diferentes países hispanoparlantes, como ya ocurrió con su antecesora, lo que

nos invita a no ser demasiado particularistas. En consecuencia algunas afirmaciones de carácter jurídico que se hacen en el libro deben ser interpretadas de forma amplia, y matizadas, en su caso, por el profesor.

Si nos referimos a la contabilidad, hemos actuado de forma parecida; no hemos seguido al pie de la letra el Plan General de Contabilidad vigente en España; así, no hemos respetado algunas denominaciones o determinadas formas de presentación. A las razones antes aducidas (sobre todo el uso del libro en diferentes países), se añade una más importante en este caso: algunas de las denominaciones de nuestro plan pueden llegar a oscurecer algunas ideas financieras importantes; tal es el caso de denominar pasivo sólo al pasivo ajeno. Conceptualmente todos los fondos (propios y ajenos) financian el activo y a todos hay que remunerar, por lo que hemos preferido mantener la denominación de pasivo para todos los fondos que nos financian (propios o ajenos). Otro tema es la utilización de algunas denominaciones, como es el caso de los circulantes, de larga tradición en las finanzas, que hemos decidido mantener.

Las finanzas, como constataremos en el primer capítulo, tienen un origen y un desarrollo primordialmente anglosajones. Esto influye en que muchos de sus modelos y desarrollos estén pensados para las empresas (normalmente grandes) que cotizan; hecho más frecuente en los países con esa cultura que en el nuestro y en los de nuestro entorno cultural. En esta obra tratamos de referirnos a las finanzas de cualquier empresa, por lo que algunos de los modelos más utilizados en los manuales habituales resultarán de menos interés en éste. Nuestro objetivo es presentar un texto de finanzas utilizable por todas las empresas (grandes o pequeñas, coticen o no); por otro lado, como ya hemos dicho, no entraremos en los modelos más complejos. Nuestra idea ha sido conseguir una obra asequible para los lectores.

Sin duda, todas estas características nos hacen separarnos de otros manuales; esperamos haber acertado en nuestra decisión, que viene avalada por una larga trayectoria docente en cursos de grado, postgrado, in-company, etc., así como por una variada experiencia empresarial. Para el lector que desee una mayor sofisticación, el libro también le abre algunas pistas, y podrá completar su formación con las obras recomendadas en el apartado 1.4 y en la bibliografía. La progresiva evolución de los mercados financieros españoles va dando pie a utilizar cada vez más ese tipo de conocimientos, pero, en nuestra opinión, es bueno tener primero unas ideas generales y sólidas sobre finanzas (es lo que desarrollamos en este libro) para luego aspirar a mayores complejidades. Por otro lado, lo que aquí va a aprender y practicar el lector le será útil también en grandes empresas cotizadas (si bien allí podrá utilizar, además, otros modelos más sofisticados).

En general el libro está enfocado hacia las finanzas de la *empresa privada*, cuyo objetivo inmediato es el beneficio; consiguiéndose así, bajo determinadas condiciones, un enriquecimiento de la sociedad en general. Pero no quisiera olvidar aquí a la *administración pública* y a las empresas y entes que de ella dependen, cuyo objetivo inmediato debe ser alguna forma de bien común. Sin pretender alargarme en consideraciones que nos sacarían del objetivo de estas líneas, sí quiero «protestar» sobre

determinados planteamientos frecuentes entre algunos de los responsables de «los dineros de todos». Suele decirse que ésta o aquella inversión se justifica por su impacto en el medio ambiente, porque va a salvar vidas, porque mejora nuestra defensa, porque es buena para la democracia, etc. Pero este tipo de argumentación, sin discutir los valores alegados, es imprecisa. Es difícil elegir entre invertir en una planta depuradora o en un hospital geriátrico. Hay muchos valores importantes y difícilmente jerarquizables de manera absoluta. Podemos decir que la vida es un valor fundamental, pero esto no nos lleva a invertir todo el presupuesto del estado en salud. Es preciso hacer algún tipo de cuantificación, que nos permita evaluar la relación entre gasto y resultados. En la empresa privada esto suele ser sencillo al reducirse todo (al menos en principio) a valores monetarios. En la administración pública suele ser más complejo. Una aproximación puede ser intentar medir todo en unidades comparables, normalmente euros; en tal caso el análisis de las inversiones públicas puede hacerse con patrones muy similares a los utilizados en las privadas. En otras situaciones éstos pueden servir al menos como inspiración. Pero en todo caso hay que considerar que el dinero público tiene un *coste*, que lo podemos medir como coste de oportunidad, y que ha de estudiarse su *rendimiento*, a poder ser en unidades monetarias, que son fácilmente comparables.

Los financieros solemos coincidir bastante con el célebre pensamiento de Lord Kelvin: «cuando puedes medir aquello de lo que hablas y expresarlo en números, ya sabes algo sobre ello; pero cuando no puedes medirlo, cuando no puedes expresarlo en números, el conocimiento es pobre e insatisfactorio». Esta idea, sin llevarla al extremo, es bastante general entre los financieros.

Este libro, como ya he dicho, está pensado inicialmente para una empresa privada, que es donde las finanzas han adquirido un mayor desarrollo; pero si trasladamos una visión empresarial a la administración pública –como entendemos que es, en general, deseable–, la gran mayoría de los principios aquí expuestos serán aplicables. En diferentes ocasiones hemos dado cursos y dirigido seminarios, bien orientados a gestores públicos, bien a los que asistían tales profesionales. Hemos expuesto así estos temas a directivos de entes estatales, a gerentes de hospitales públicos, etc. y siempre hemos insistido en que debemos tomar las técnicas desarrolladas en la empresa privada y aplicarlas cuando sea posible. Un ayuntamiento, una residencia de personas mayores, un hospital, un centro de investigación..., aunque sean públicos, pueden verse, en muchos aspectos, como empresas y, en consecuencia, pueden aplicarse las técnicas correspondientes, añadiendo aquellas más propias de la gestión pública como es el análisis coste-beneficio. En conclusión, un libro como éste, con las matizaciones que el propio lector será capaz de introducir (modificación de objetivos, financiación contra presupuesto, valoración de elementos no monetarios, etc.), puede ser aplicable en el caso de la administración.

Este libro es una actualización y puesta al día de mi libro *Las Decisiones Financieras en la Práctica*, del que se han publicado 10 ediciones entre 1986 y 2009. Quiero aprovechar la ocasión para agradecer a los lectores su fidelidad durante todo este

tiempo; han sido 26 años manejándolo en cursos de grado y postgrado, en España y en Iberoamérica. Ahora hemos rehecho figuras y ejemplos, lo hemos adaptado al euro, actualizado la bibliografía, corregido cosas que habían quedado obsoletas, añadido algunas novedades..., y, aunque la esencia del libro sigue siendo la misma, de acuerdo con nuestro editor, le hemos cambiado el título, para ponerlo también al día. Si bien hemos mantenido el subtítulo, dando idea de continuidad; ¡ojalá tenga el mismo éxito que su predecesor!

Quiero dejar constancia de que esta obra no habría sido posible sin el concurso generoso de mi compañero y amigo Javier Santibáñez. Desde hace muchas ediciones del libro de «Decisiones Financieras» el profesor Santibáñez ha colaborado conmigo en sucesivas mejoras, a la vez que compartíamos las materias en las que el libro se usaba. Además ha preparado la edición de numerosos casos prácticos, a la vez que diseñaba otros, lo que ha dado lugar a los *casos* que aparecen en la bibliografía, y que completan esta obra. Para preparar este libro ha corregido todo el libro anterior una vez digitalizado, hemos colaborado mano a mano en la preparación final de este texto y ha sido el responsable de la presentación final. Mi deseo hubiera sido que Javier Santibáñez figurara como coautor de este libro, pero él sólo me ha permitido que le ponga como colaborador, al ser una reelaboración del libro de «Decisiones Financieras». En cualquier caso, muchas gracias Javier.

Dentro ya de este capítulo de agradecimientos, quiero hacer dos genéricos: el primero a todos los que han desarrollado nuestra materia a lo largo del siglo XX y lo que llevamos de siglo XXI, sin su trabajo, hoy no tendríamos estos conocimientos; el segundo, más próximo, se refiere a los que me precedieron en la docencia de las finanzas en la Universidad Comercial de Deusto, y que fueron capaces de crear un estilo que hemos tratado de mantener, actualizar y mejorar. Tal es el caso de mi profesor Luis Abril o de mi colega y amigo Juan Jordano. También quiero recordar a Antonio Freije, mi profesor de estrategia, al Padre Chacón S.J., que fue mi profesor de estadística y mi director de Tesis Doctoral, y a tantos otros que me formaron durante la licenciatura y los estudios de doctorado. Tampoco quiero olvidar a mi compañera en las tareas docentes desde hace tantos años, Susana Rodríguez Vidarte, con la que he compartido ideas, inquietudes y experiencias. Así como quiero mostrar mi agradecimiento a todos los que han trabajado o trabajan conmigo en la Universidad de Deusto.

Un apartado especial debe ser para mi esposa, Loli Revuelta, que colabora conmigo en todo lo que le pido. Respecto a este libro ha dedicado muchas horas a tediosas tareas de corrección; pero lo que es más importante, siempre está a mi lado. Muchas gracias Loli, y también a mis hijos, Fernando y Ana; ellos eran muy niños cuando escribí la primera edición de «Decisiones Financieras» y ahora son brillantes profesionales. Curiosamente ellos estudiaron esa obra, y me hicieron más de una sugerencia, pero sobre todo han sido y son un continuo motivo de alegría.

Me toca ya, estimado lector, despedirme en esta introducción. Sólo me falta pedir disculpas por anticipado por los errores y erratas que la obra pueda contener; nos hemos

esforzado al máximo para disminuir unos y otras, pero equivocarse es propio de la naturaleza humana. Confiamos en su benevolencia para que interprete los errores como erratas, y le quedaremos muy agradecidos si nos comunica todos los que encuentre, para intentar seguir mejorando la obra en el futuro.

Fernando Gómez-Bezares
Logroño, La Rioja, España
Primavera de 2012

PRIMERA PARTE

«PROLEGÓMENOS»

Esta primera parte sólo contiene un capítulo y pretende familiarizar al lector con la problemática financiera, que es, en definitiva, lo que con una mayor profundidad haremos en el resto del libro. Definiremos en él conceptos de gran importancia para los desarrollos que haremos después. Termina con un apéndice que, tras analizar el concepto de «valor del dinero en el tiempo», comenta algunas operaciones financieras elementales, que probablemente el lector conocerá.

1. FUNCIONES Y OBJETIVOS DE LA DIRECCIÓN FINANCIERA

Toda empresa humana necesita recursos para su realización. El éxito o fracaso de muchas de ellas no se puede dissociar de la abundancia o escasez de medios a la hora de llevarlas a cabo. Tampoco podemos olvidar que no sólo es importante la cantidad y calidad de los recursos puestos a nuestra disposición, sino también la pericia demostrada en su utilización.

En una economía monetaria, donde las transacciones se realizan normalmente con dinero, los recursos aportados a la empresa suelen ser dinero o, por lo menos, pueden medirse utilizando esa unidad. A esas aportaciones las podemos denominar «fondos», que son los que se aplican para conseguir los objetivos de la institución. De una forma genérica podemos decir que la finalidad de la dirección financiera es el análisis de las fuentes y los empleos de fondos que permita tomar decisiones sobre ambos. De aquí se podrán deducir todas sus funciones.

Para tomar decisiones es preciso conocer el objetivo u objetivos de la empresa. Toda decisión que tomemos habrá de servir para acercarnos a aquellos. Discutiremos en este capítulo, si bien brevemente, esta problemática; su complejidad excede las pretensiones de esta obra, a la vez que la teoría financiera es bastante unánime como veremos, lo que reduce el interés de la discusión.

El primer punto de este capítulo, al que pasaremos inmediatamente, pretende hacer un bosquejo histórico de la evolución del pensamiento financiero; trataremos después los temas generales apuntados en esta introducción, para terminar con un breve panorama bibliográfico.

1.1. Evolución histórica

Las finanzas empresariales aparecieron como disciplina independiente a comienzos del siglo pasado, habiendo sufrido una gran evolución durante el mismo y hasta hoy, en consonancia con las necesidades que pretendía cubrir. No se puede dissociar la evolución de la teoría financiera del acontecer de las empresas y los mercados. Según han ido evolucionando los problemas fundamentales dentro de su campo de actuación, las finanzas han tratado de darles respuesta.

Alrededor de 1900 comenzaron una serie de fusiones de empresas lanzándose al mercado muchos valores, tanto de renta fija como variable. Esto suscitó interés por el estudio de los mercados de capitales y, en general, por los problemas financieros. En 1920 aparece la primera edición de la obra del profesor de Harvard, Arthur Stone

Dewing «*The financial policy of corporations*»¹. En seguida analizaremos con más detenimiento el contenido de esta obra.

En los años veinte hubo un gran auge industrial, con el consiguiente interés por las fuentes de financiación; se atendía más a la financiación externa que a la gestión interna. La gran crisis de 1929 motivó el estudio de las bancarrotas, reestructuraciones, liquidaciones, etc., apareciendo una gran aversión al endeudamiento. Tras la segunda guerra mundial, las necesidades de reconvertir una industria de tiempos de guerra en otra de tiempos de paz, hizo nuevamente necesario captar importantes recursos financieros.

Hasta mediados de los cincuenta suele considerarse que llega la época dominada por el *enfoque tradicional de las finanzas*, cuya expresión más depurada es la ya citada obra del profesor Dewing. Él dedicó especial atención a los valores y su comercialización, las quiebras y reestructuraciones, fusiones, etc., con abundantes alusiones legales. También tocó la amortización y su influencia en la política de dividendos. En las sucesivas revisiones de la obra (cinco en total entre 1920 y 1953) el enfoque no varió sustancialmente.

James C.T. Mao² considera que, desde una perspectiva actual, la obra de Dewing tiene las siguientes carencias básicas:

– No se ocupa de la decisión de inversión, es decir de la magnitud del capital que debe invertirse y de su distribución entre los diferentes activos.

– Trata muy superficialmente el problema de la estructura de capital, que vendrá determinada por la proporción que han de guardar los fondos propios y ajenos en la empresa. Tan sólo formula observaciones generales, por ejemplo: deben emitirse bonos sólo cuando los ingresos futuros se esperan constantes, si son inestables mejor será emitir acciones.

– No desarrolla explícitamente la relación entre la estructura de capital de una firma y el coste del capital de la empresa.

– El coste del capital lo analiza sobre todo con referencia al coste de los préstamos, descuidando el coste de los fondos propios.

A pesar de todo esto hay que reconocer el mérito de Arthur S. Dewing que ya empieza a ocuparse de temas tan importantes como la política de dividendos o la proporción entre fondos ajenos y propios, que se encuentran entre los problemas fundamentales de las finanzas modernas. Además su obra posee un amplio caudal de literatura financiera y una estimable erudición. Sin embargo su enfoque, que hoy denominamos «tradicional», deja sin contestar, o insuficientemente resueltas, preguntas fundamentales para los financieros modernos, hasta el punto de que los actuales tratados sobre la materia se

¹ Dewing A.S. «*The financial policy of corporations*». The Ronald Press Company. Nueva York. 1920.

² Mao J.C.T. «*Análisis financiero*». El Ateneo. Buenos Aires. 1975. 2ª edición, págs. 4 y ss.

dedican a estudiar, muchas veces de forma prioritaria, los temas menos tratados por Dewing. Si tuviéramos que resumir el enfoque tradicional de las finanzas, diríamos que se caracteriza por el estudio de la financiación externa más que por la gestión financiera, con un marcado carácter descriptivo e institucional. A esta concepción de las finanzas responden también las primeras ediciones de la obra de Charles W. Gerstenberg³, tal como comenta el profesor Mao.

Es en los años cincuenta del siglo pasado donde suele situarse el comienzo de las modernas finanzas. El director financiero empieza a preocuparse de la búsqueda de proyectos rentables, lo que pone de actualidad las técnicas de selección de inversiones y, como consecuencia del desarrollo de éstas, el estudio del coste del capital y de la estructura financiera. También se han desarrollado las técnicas de gestión del circulante ante la necesidad de afinar lo más posible en la gestión financiera.

Dentro del desarrollo del enfoque moderno de las finanzas, tiene gran importancia el estudio de la teoría de la inversión, por ello suelen citarse a Friederich y Vera Lutz, con su obra «*The theory of investment of the firm*»⁴, y a Joel Dean con su «*Capital budgeting*»⁵, ambas de 1951, como libros base del desarrollo posterior de las finanzas. Sin pretender quitarles importancia, creemos que es justo también recordar a Erich Schneider que, ya en 1944, escribió su «*Investering og rente*»⁶, que puede considerarse como el primer tratado sistemático sobre la inversión.

Otro hecho relevante sucedió cuando ocho profesores de finanzas se reunieron en un simposium titulado «*Essays on business finance*» cuyos escritos aparecieron en 1953⁷. Allí se refleja la insatisfacción por los textos tradicionales y se estudian temas modernos con un método analítico.

Veamos a continuación cómo van apareciendo algunos de los trabajos fundamentales que van configurando las modernas finanzas.

En 1955 James H. Lorie y Leonard J. Savage escribieron su famoso artículo «*Three problems in rationing capital*»⁸ que supuso un impulso importante en la teoría de la inversión. En primer lugar mostraron cómo la tasa de rentabilidad interna (TRI) no siempre es una medida significativa de la rentabilidad de una inversión. En segundo y tercer lugar trataron dos problemas relacionados con la jerarquización de proyectos cuando existen limitaciones de fondos.

³ Gerstenberg C.W. «*Financial organization and management of business*». Prentice–Hall. Nueva Jersey. 1939.

⁴ Lutz F. y V. «*The theory of investment of the firm*». Princeton University press. Nueva Jersey. 1951.

⁵ Dean J. «*Capital budgeting*». Columbia University press. Nueva York. 1951.

⁶ Schneider E. «*Investering og rente*». Nyt Nordisk Forlag, Arnold Busch. Copenhagen. 1944. Traducida en 1951 al alemán y, posteriormente, también al castellano como «*Teoría de la inversión*». El Ateneo. Buenos Aires. 1956.

⁷ Eiteman W.J. y otros. «*Essays on business finance*». Masterco press. Ann Arbor. Michigan. 1953.

⁸ Lorie J.H. y Savage L.J. «*Three problems in rationing capital*». Journal of business. 28. Octubre 1955, págs. 227–239.