



# Introducción a las Finanzas Corporativas

© **Juan Mascareñas**

Universidad Complutense de Madrid

Versión inicial: mayo 1999 - Última versión: **junio 07**

---

- *Qué son las finanzas corporativas, 2*
- *La ciencia de las finanzas y los modelos, 4*
- *El objetivo de la gestión empresarial, 8*
- *El objetivo de la empresa y las relaciones de agencia, 10*
- *El director financiero, 14*
- *La ética en la gestión empresarial, 15*
- *La responsabilidad social de la empresa, 18*



## 1. INTRODUCCIÓN

El ámbito de estudio de las finanzas abarca tanto la *valoración* de activos<sup>1</sup> como el *análisis de las decisiones financieras* tendentes a crear valor. La interrelación existente entre el análisis de la decisión a tomar y la valoración viene dada desde el momento en que un activo cualquiera sólo debería ser adquirido si se cumple la condición necesaria de que su valor sea superior a su coste (ésta condición no es suficiente porque puede haber otros activos que generen más valor para la empresa).

De una forma similar también podríamos decir que las finanzas se encargan de la *valoración y gestión* del riesgo. En especial, analizan el momento y la naturaleza del riesgo. De hecho, desde un punto de vista financiero, la empresa no es más que un haz o paquete de flujos de caja con riesgo, y para valorarla se desenredan los diversos componentes de dichos flujos, se valoran por separado, y se vuelven a juntar<sup>2</sup>.

Bajo el nombre de *finanzas* podemos contemplar tres áreas, cada una de las cuales hace referencia a la misma serie de transacciones, pero analizadas desde diferentes puntos de vista. En la figura 1 se pueden observar las relaciones entre ellas.

1. *Las Finanzas Corporativas (Corporate Finance)* se centran en la forma en la que las empresas pueden crear valor y mantenerlo a través del uso eficiente de los recursos financieros. Se subdivide en tres partes:

- a) Las *decisiones de inversión*, que se centran en el estudio de los activos reales (tangibles o intangibles) en los que la empresa debería invertir.
- b) Las *decisiones de financiación*, que estudian la obtención de fondos (provenientes de los inversores que adquieren los activos financieros emitidos por la empresa) para que la compañía pueda adquirir los activos en los que ha decidido invertir.
- c) Las *decisiones directivas*, que atañen a las decisiones operativas y financieras del día a día como, por ejemplo: el tamaño de la empresa, su ritmo de crecimiento, el tamaño del crédito concedido a sus clientes, la remuneración del personal de la empresa, etc.

Algunas de las zonas de estudio de las finanzas corporativas son, por ejemplo: el equilibrio financiero, el análisis de la inversión en nuevos activos, el reemplazamiento de viejos activos, las fusiones y adquisiciones de empresas, el análisis del endeudamiento, la emisión de acciones y obligaciones, etcétera.

2. La *Inversión Financiera (Investment)* examina las transacciones financieras desde el punto de vista de los inversores, es decir, de la otra parte de

---

<sup>1</sup> Un *activo*, en un sentido amplio, significa algo que se posee y tiene un valor de cambio

<sup>2</sup> Este es el concepto de la *aditividad del valor*. El valor de una cesta o cartera de activos financieros es igual a la suma de los productos de los valores individuales de cada activo financiero por el volumen de cada uno de ellos.



la transacción, que es la que adquiere los activos financieros emitidos por las empresas<sup>3</sup>. Ejemplos: la valoración de acciones, la selección de activos financieros, el análisis de bonos, el uso de opciones y futuros, la medida del comportamiento de la cartera, etcétera.

3. Los *Mercados Financieros* y los *Intermediarios*, tratan de las decisiones de financiación de la empresa, pero desde el punto de vista de un tercero. Los *mercados financieros*<sup>4</sup> analizan dichas transacciones desde el punto de vista de un observador independiente y en ellos tienen lugar las operaciones de compra y venta de los activos financieros a través de compañías que operan por cuenta ajena únicamente (*brokers*) y de las que también pueden operar por cuenta propia (*dealers*). Los *intermediarios financieros* las analizan con la óptica de alguien que las hace posibles, puesto que adquieren los activos financieros para mantenerlos como inversiones, financiando así las inversiones financieras al emitir derechos sobre ellas.

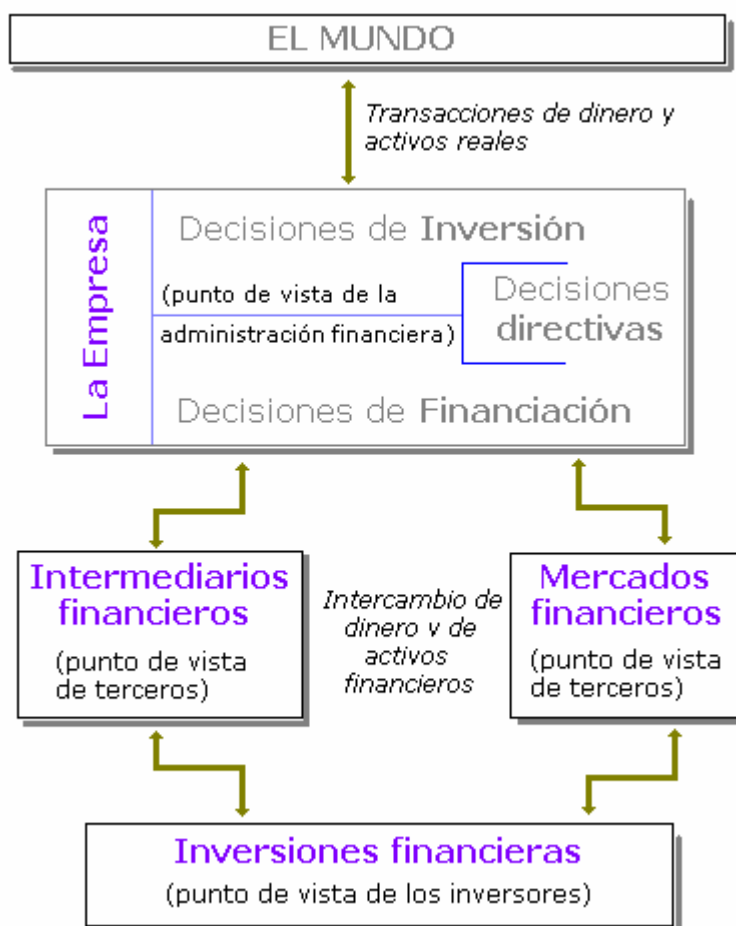


Fig.1 El ámbito de estudio de las finanzas

<sup>3</sup> Las funciones de los activos financieros son: la transferencia de fondos y la transferencia de riesgos

<sup>4</sup> Las funciones de los mercados financieros son: la determinación de precios, la generación de liquidez y la reducción de los costes de transacción



## 2. LA CIENCIA DE LAS FINANZAS

La ciencia consiste en "el conocimiento exacto y razonado de las cosas por sus principios y causas"<sup>5</sup>. Así pues, la ciencia es un proceso de búsqueda de la comprensión de un fenómeno, de tal manera que cuando nosotros lo comprendamos estaremos en posición de poder predecir un resultado. Además, si la predicción es suficientemente exacta y precisa, se podrá utilizar para diseñar un método que nos permita obtener un determinado resultado deseado.

Nuestra comprensión del mundo financiero se encuentra incorporada en la *teoría de las finanzas*; por tanto, su perfecto conocimiento es una condición necesaria para realizar buenas decisiones financieras. Aunque mientras que la teoría financiera no sea perfecta, o no esté totalmente completada, podremos utilizar sus predicciones para desarrollar mejores técnicas de decisión, al menos con relación a los resultados que pueda predecir dicha teoría.

En conclusión, el estudio de las finanzas es, esencialmente, una búsqueda de las teorías que proporcionan una mejor comprensión de los aspectos financieros de la empresa, lo que nos permitirá desarrollar mejores procesos de toma de decisiones. Llegados a este punto conviene presentar a un instrumento importante que se utiliza en la teoría de las finanzas: los *modelos*.

### 2.1. Los modelos

Un *modelo* no es más que una descripción simplificada de la realidad. Se suele emplear para propósitos de predicción y control, y nos permite mejorar nuestra comprensión de las características del comportamiento de la realidad estudiada de una forma más efectiva que si se la observara directamente. Es decir, el diseñador de un modelo tiene la esperanza de que al simplificar el grado de realismo aumente la utilidad del mismo, por ello el mejor modelo es el más útil (aunque sus predicciones no sean tan exactas como otros modelos más complejos pero menos útiles).

Muchos de los modelos utilizados en finanzas son *modelos matemáticos*. La primera ventaja de utilizar este tipo de modelos es su precisión en la especificación de las relaciones entre las variables, lo que no quiere decir que cada modelo represente la realidad a la perfección, sino que no habrá ninguna duda sobre las relaciones mostradas en el modelo.

Es muy común entre los alumnos de las clases de finanzas el preguntar si este o aquel modelo funciona, entendiendo por "funcionar" que proporciona unos resultados exactos. Evidentemente, esto último, es totalmente imposible. Primero, porque los modelos simplifican la realidad utilizando sólo las variables más importantes pero dejando de lado una gran cantidad de variables secundarias, de menor importancia para la comprensión de un fenómeno, pero que hacen que el resultado previsto por el modelo no coincida con el real. Y segundo, porque

---

<sup>5</sup> Según el diccionario de la Real Academia Española. Además, su segunda acepción indica que la ciencia es un "cuerpo de doctrina metódicamente formado y ordenado, que constituye un ramo particular del saber humano"



cuando se analiza un activo financiero se está prediciendo de alguna manera el futuro y que sepamos, por mucho que algunos se empeñen, la predicción del futuro sigue siendo algo bastante imperfecto (¡menos mal!).

## **2.2 Los componentes de un modelo**

Un modelo matemático está formado de tres partes: *parámetros*, *variables* y *relaciones*. La utilización de los *parámetros* (también llamados variables independientes o exógenas) permite que un modelo pueda ser aplicado a un gran número de situaciones diversas. Es decir, los parámetros nos permiten generalizar. Por otra parte, las *variables* (denominadas también variables dependientes o endógenas) son los valores que deben ser predichos sobre la base de una serie de valores de los parámetros.

Según sea el control que tengamos sobre los parámetros podremos realizar mejores o peores predicciones a través del uso de los modelos. Examinando los resultados predichos conseguiremos diseñar la mejor elección de los valores de los parámetros para lograr un resultado determinado.

En algunos casos, las relaciones entre los parámetros son estimadas empíricamente, otras lo son a través de acuerdos contractuales y otras lo son a través de bases teóricas, lógicas, o conceptuales.

## **2.3 La utilidad de un modelo**

Teniendo en cuenta que un modelo es una aproximación de la realidad, su utilidad es juzgada por la precisión de sus predicciones. Es decir, lo que realmente queremos saber es si las predicciones de un modelo son acordes con nuestras experiencias. Claro que la precisión de un modelo algunas veces se encuentra limitada por la disponibilidad o coste de los datos (la información puede ser imposible de obtener, o posible de conseguir pero demasiado cara); si esto es así, si la información necesaria para alimentar el modelo no es la correcta, aunque su formulación teórica sea impecable, su exactitud no lo será y, por tanto, el modelo carecerá de utilidad.

Por la misma razón, cuando elegimos utilizar un modelo determinado antes que otro, a menudo deberemos realizar una comparación entre la exactitud de su predicción y su coste. A veces, la utilización de modelos más complejos no compensa el tiempo, esfuerzo y los recursos necesarios para estimar el valor de los parámetros que se van a utilizar en los mismos. Esto es, el coste asociado con el uso del modelo más preciso puede no estar justificado.

En conclusión, el mejor modelo es el más útil, que es el que mantiene el equilibrio entre capacidad predictiva y coste de realización.

## **2.4 Los modelos de la empresa**

### *A) El modelo del presupuesto de capital*

Es una visión "pura" e idealizada de la compañía que proporciona una serie de variables con sus interrelaciones y que es un buen punto de partida para analizar



las decisiones financieras empresariales. Este modelo es el que se representa en la figura 2: los inversores proporcionan financiación a cambio de recibir activos financieros. Éstos se dividen en dos clases: *acciones* (dan el derecho a poseer una parte proporcional de los activos de la empresa y a recibir una parte de los beneficios generados por ella) y *deudas* (indican la obligación legal por parte de la empresa de pagar unos intereses y devolver el principal a su propietario).

Los directivos de la empresa utilizan los fondos proporcionados por los inversores para comprar y vender activos reales. En este modelo los directivos de la empresa son intermediarios neutrales que actúan únicamente en el mejor interés de los accionistas, es decir, de los dueños de la empresa. Y además comunican a los mercados financieros toda la información relevante para que puedan proceder a la valoración de la empresa.

Como parece lógico, la condición necesaria para que los directivos decidan adquirir dichos activos reales es que detecten la existencia de una demanda insatisfecha. Pero dicha inversión sólo se llevará a cabo si el rendimiento que promete generar supera al coste de los recursos financieros necesarios para realizarla. Esta es la condición suficiente para que los directivos tomen la decisión de invertir. En realidad, este proceso de análisis de proyectos de inversión que puedan ser interesantes para la compañía no acaba nunca por eso en palabras del profesor Suárez "una empresa es una sucesión en el tiempo de proyectos de inversión y financiación"<sup>6</sup>.

Además no hay costes sociales, es decir, todos los costes en los que la empresa incurre para conseguir su objetivo de creación de valor pueden ser cargados a ella.

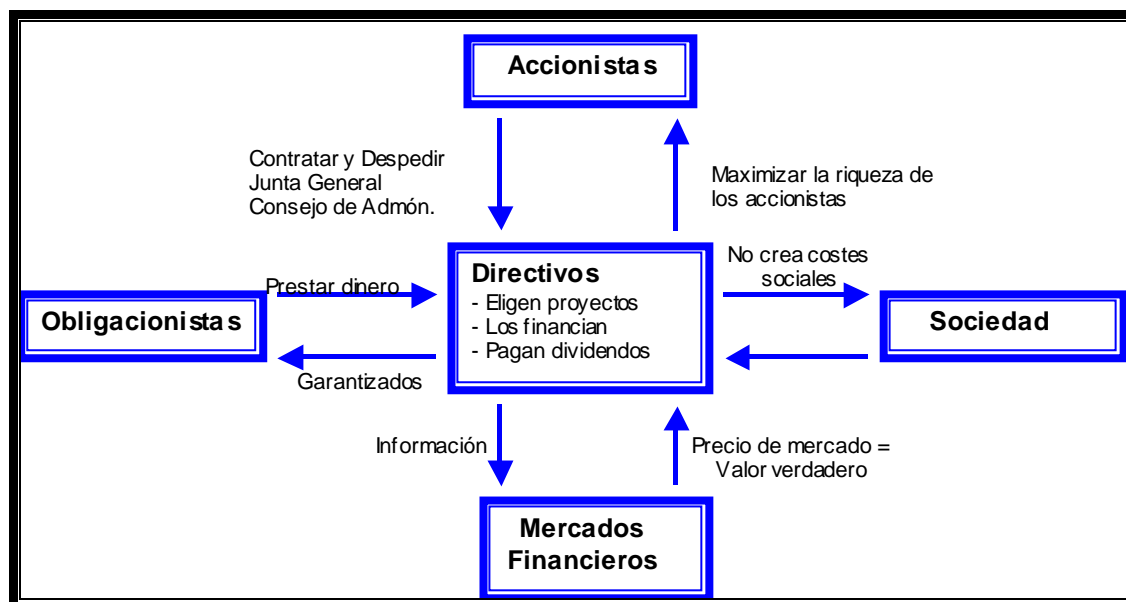


Fig. 2 La función objetivo clásica (tomado de Damodaran)

<sup>6</sup> Véase SUAREZ, Andrés: *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa*. Pirámide. Madrid. (15ª ed.) Pág. 28



El objetivo principal según este modelo es la *maximización del valor de la empresa para sus accionistas*. En un mundo "perfecto" (sin conflictos dirección-accionistas) este objetivo es el teóricamente correcto y, precisamente por ello, este modelo es el mejor punto de partida para analizar las decisiones financieras. En conclusión, según el modelo del presupuesto de capital, que se basa en que los mercados son eficientes, el objetivo principal de la empresa es la maximización del valor de la empresa para sus propietarios.

### *B) El modelo contable*

En la medida que el *modelo del presupuesto de capital* no esté equivocado deberá ser aplicado. Por ello el *modelo contable* es, en cierta manera, una consecuencia del anterior debido a que es una forma de aplicación del mismo. El modelo contable representa el resultado de las decisiones de inversión y financiación de la empresa, sin importar si eran o no acordes a los mejores intereses de los propietarios de la empresa. Ese resultado se muestra en el balance de la compañía, las inversiones figuran en el activo y las financiaciones en el pasivo.

Entre las ventajas de este modelo se puede destacar su perfecta integración (todas las piezas de la empresa se integran perfectamente) así como su amplia familiaridad que permite una mejor comunicación. En cuanto a las desventajas tal vez la principal es su punto de vista histórico que lo hace poco adecuado para la toma de decisiones financieras al no tener en cuenta la principal variable de las finanzas: el riesgo (que, obviamente, sólo existe en el futuro).

La diferencia fundamental entre las finanzas y la contabilidad radica en el punto de vista desde el que observan los acontecimientos empresariales. La contabilidad pretende reflejar, de la forma más fehaciente posible, las transacciones ocurridas en la empresa. Las finanzas, por el contrario, se centran sobre el futuro a través del estudio del valor y de la toma de decisiones en ambiente de riesgo.

### *C) El modelo contractual*

Este modelo es una versión más realista y perfeccionada del modelo del presupuesto de capital porque reconoce que éste es imperfecto. Para ello contempla las relaciones entre la empresa y sus componentes como contratos, que pueden ser implícitos y explícitos. Los contratos explícitos de la empresa son, por ejemplo, los que ha contraído con los obligacionistas, los proveedores, las garantías dadas a los clientes, a los empleados, etcétera. Los contratos implícitos incluyen el que los empleados sean honestos y den su máximo esfuerzo a la compañía; o, por ejemplo, el que los directivos estén de acuerdo en actuar en el mejor interés de los accionistas, lo que no siempre ocurre.

Además, en las empresas existen muchos tipos de contratos contingentes, es decir, que su cumplimiento depende del valor de un activo o de un suceso determinado. Así, por ejemplo, las bonificaciones de los empleados si consiguen un resultado determinado, el mes de vacaciones pagadas si han trabajado once meses, el derecho a participar del fondo de pensiones de la empresa si han trabajado en la misma un mínimo de años, etcétera.

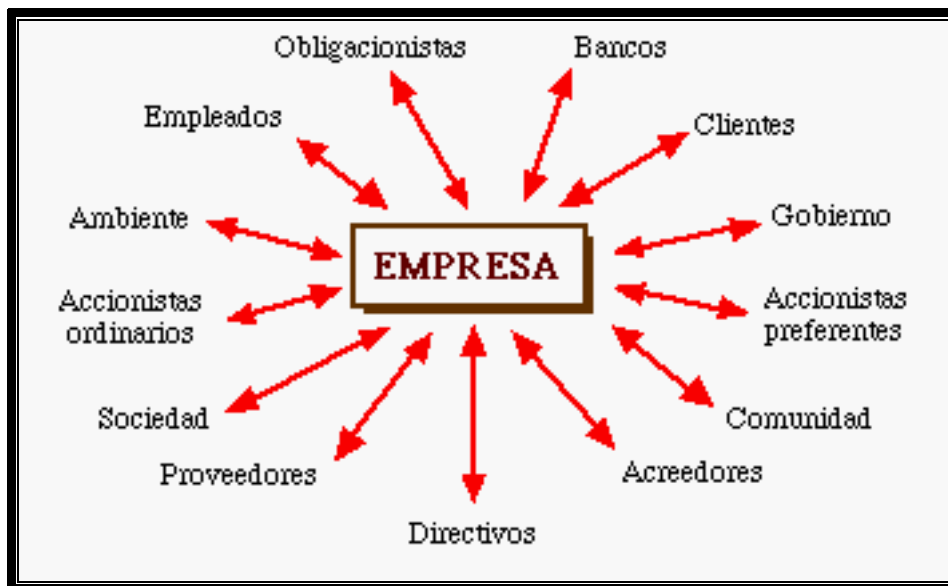


Fig. 3 Algunos de los contratos establecidos por la empresa

Concretando, este modelo contempla a la empresa como un entramado de contratos, explícitos e implícitos, que especifican los papeles que deben representar los diferentes participantes en ella (empleados, directivos, propietarios, prestamistas, etcétera) y definen sus derechos, obligaciones y pagos bajo una serie de condiciones (véase la figura 3).

### 3. EL OBJETIVO DE LA GESTIÓN EMPRESARIAL

El objetivo del equipo directivo de una empresa debe ser la *máxima creación de valor posible*, es decir, que la compañía valga cada vez más. Los directivos que persiguen este objetivo a largo plazo consiguen que sus empresas sean más saludables -económicamente hablando- lo que genera beneficios como economías más fuertes, mejores niveles de vida, y más oportunidades de empleo.

Las empresas crean valor cuando el capital invertido genera una tasa de rendimiento superior al coste del mismo.

El valor de la empresa viene representado por el valor de mercado de su activo; como es lógico, éste debe ser igual al valor de mercado de su pasivo que, a su vez, es igual a la suma del valor de mercado de sus acciones más el valor de mercado de sus deudas<sup>7</sup>.

Si tenemos en cuenta que, en condiciones normales, el valor del endeudamiento oscilará en las cercanías de su valor contable, parece lógico pensar que la creación de valor en la empresa se reflejará básicamente en el aumento del valor de sus acciones o fondos propios. Éste depende de las decisiones de inversión, financiación y reparto de dividendos que tome su equipo directivo.

<sup>7</sup> La empresa tendrá un valor de mercado aunque no cotice en bolsa. Será difícil de conocer, pero eso no le hace inexistente.





Por tanto, también se puede decir que el principal objetivo de la gestión empresarial es la maximización del valor de la compañía para sus propietarios<sup>8</sup>. En la idea de que al aumentar el valor de la empresa el principal incremento se produce en el valor de los fondos propios de la misma.

Concretando, este objetivo proporciona al consejo de administración de la empresa y a su equipo directivo una directriz clara, que facilita la adopción de decisiones y la evaluación de sus prestaciones; favorece la formación de capital y la más correcta asignación de recursos; y, acompasa eficientemente el diseño de la organización a los incentivos y riesgos de todas las partes implicadas en la empresa<sup>9</sup>.

Por otra parte, es preciso señalar que el importante papel que representa dicho objetivo en la asignación de recursos en una economía de mercado no goza de una aceptación generalizada. Esto se debe, entre otras razones, a la incertidumbre y frustración que han producido los grandes despidos de personal debido a las reestructuraciones empresariales realizadas en nombre de aquél y a las críticas a la alta dirección por buscar, aparentemente, su propio interés y centrarse en enfoques miopes en la cotización diaria de las acciones. Además, en la Unión Europea existe una creciente tensión entre las prácticas empresariales que persiguen este objetivo necesario en un mercado mundial competitivo y la larga tradición establecida de mantenimiento del bienestar social<sup>10</sup>.

### 3.1 El objetivo de la empresa según la teoría de los "grupos de interés"

Por dicho motivo hay una corriente de pensamiento que defiende que los directivos de la empresa deben tener en cuenta a la hora de tomar decisiones los intereses de todos los grupos interesados en la empresa: inversores, consumidores, empleados, acreedores, poderes públicos, directivos y sociedad en general, a los que en inglés se denomina *stakeholders*. Éstos son todos aquellos individuos o grupos que pueden verse afectados por, o afectar al, bienestar de la empresa<sup>11</sup>. Esta "teoría de los grupos de interés" (*stakeholder theory*) hunde sus raíces en la sociología, el comportamiento organizativo, y en el propio interés de los directivos.

Según Jensen<sup>12</sup>, esta teoría fracasa al intentar crear el máximo valor posible porque es incapaz de proporcionar una completa especificación del objetivo de la empresa, lo que puede acarrear una confusión en la gestión, conflictos, ineficiencias y pérdida de la competitividad.

---

<sup>8</sup> En palabras de Van Horne "la creación de valor se producirá siempre que el equipo directivo haga algo por los propietarios de la empresa que ellos no pueden hacer por sí mismos" VAN HORNE, James: *Financial Management and Policy*. Prentice Hall. Englewood Cliffs (NJ). 1995. (10ª ed.). Pág. 2

<sup>9</sup> Véase el epígrafe "1.3 Creación de valor para el accionista" en el Informe Olivencia. CNMV. marzo 1998

<sup>10</sup> Véase RAPPAPORT, Alfred: *La creación de valor para el accionista*. Deusto. Bilbao. 1998. (2ª ed.) Págs: 21-22

<sup>11</sup> Según Freeman se podría llegar a incluir como "grupo de interés" al ambiente, a los terroristas, a los chantajistas y a los ladrones. FREEMAN, Edward: *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Pittman Books. 1984. Pág. 53.

<sup>12</sup> JENSEN, Michael: "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function". *Journal of Applied Corporate Finance* vol 14, nº3. Otoño 2001



### 3.2 La reconciliación de ambas posturas

Es importante explicar claramente por qué el objetivo consistente en crear el máximo valor posible para los accionistas es el idóneo tanto desde el punto de vista empresarial como del social. La idea subyacente es que los accionistas ordinarios son los últimos en recibir dinero de la empresa, por ello se dice que sus derechos son *residuales*; de tal manera que antes de que ellos reciban cantidad alguna deben haber recibido lo que les corresponde: los clientes, los proveedores, los empleados de la empresa, el Estado, los acreedores y los accionistas preferentes. Es entonces y sólo entonces cuando lo que queda va a manos de los accionistas (vía dividendos, reinversión de beneficios retenidos, o recompra de acciones). Por tanto, si las decisiones empresariales van dirigidas a hacer que el dinero sobrante para los accionistas sea el mayor posible, sin perjudicar a ninguno de los que ocupan un lugar precedente en la cola, esas decisiones crearán valor y, en caso contrario, lo destruirán. Evidentemente, se supone que todos los pagos a aquéllos que preceden a los accionistas ordinarios son el resultado de una negociación óptima y que todos consideran que reciben en justicia lo que les corresponde, porque si no surgirá un conflicto que dañará la creación de valor.

### 3.3 No hay que maximizar el beneficio por acción

En cualquier caso no debe confundirse este objetivo con el de la maximización del beneficio por acción porque éste concepto no tiene en cuenta ni el vencimiento de los flujos de caja<sup>13</sup>, que se espera surjan en el futuro, ni la totalidad de los riesgos a los que se enfrenta la empresa y que afectan a dichos flujos de caja esperados (dichos riesgos se resumen en la tasa de rendimiento mínima requerida por los inversores). Dicho de otra forma, el beneficio por acción refleja el pasado inmediato, mientras que el precio de mercado refleja el futuro esperado.

## 4. EL OBJETIVO DE LA EMPRESA Y LAS RELACIONES DE AGENCIA

Los objetivos, y las políticas (o estrategias) empresariales necesarias para conseguirlos, son determinados por los directivos que actúan en nombre de los propietarios de las compañías cuando, debido al tamaño de éstas o por otros motivos, se hace imposible que los accionistas las gestionen directamente.

En efecto, conforme las empresas van creciendo en tamaño y los accionistas de las mismas ya no las dirigen sino que son meros inversores, se produce una separación entre la dirección y la propiedad, lo que da lugar a la aparición de una clase de directivos profesionales, que actúan como *agentes* de los propieta-

---

<sup>13</sup> "Flujo de caja" es la traducción literal del inglés *cash flow* y hace referencia al dinero líquido, por ello, también se puede denominar "flujo de liquidez".



rios, cuyos objetivos no siempre coinciden con los de éstos, puesto que buscan un poder, un prestigio y una supervivencia en el puesto, que les hace ser adversos al riesgo lo que implica renunciar a operaciones que pueden ser muy beneficiosas para la empresa<sup>14</sup>. Buscan conseguir un beneficio mínimo que satisfaga a los accionistas, para luego dedicarse a buscar una mayor cuota de mercado y un mayor crecimiento de la empresa lo que les proporciona más poder y prestigio y, al mismo tiempo, una mayor seguridad para ellos y para la empresa. Es decir, la consigna viene a ser "seguridad y crecimiento antes que rentabilidad y riesgo".

Pues bien, para asegurarse que los directivos actúan de acuerdo con los intereses de los propietarios, éstos deberán incurrir en unos costes denominados *costes de agencia*, que pueden tomar diversas formas<sup>15</sup>:

- a) Costes para controlar las actuaciones de los directivos
- b) Costes para estructurar la organización en orden a limitar la posibilidad de un comportamiento no deseado de los directivos.
- c) Costes de oportunidad asociados con los beneficios potenciales perdidos y que se hubieran conseguido si el directivo, además, fuese el dueño de la empresa.

Entre los mecanismos utilizados para forzar a los directivos a actuar de acuerdo a los deseos de los propietarios podemos destacar: el miedo al despido, el miedo a la adquisición hostil y la estructura del sistema de incentivos.

Las grandes empresas tienden a tener, cada vez más, un núcleo de accionistas permanentes formado por instituciones privadas del tipo de bancos, compañías de seguros, fondos de inversión, fondos de pensiones, etcétera (es decir, los denominados *inversores institucionales* que son los principales componentes de lo que se conoce como *núcleo duro*<sup>16</sup>), que tienen un gran peso dentro del accionariado de la sociedad y que pueden tomar decisiones mucho más rápidamente que unos miles de accionistas particulares. Así que cuando un equipo directivo se desvía del rumbo trazado por los deseos de ese núcleo de propietarios, corre el riesgo de ser relevado (despedido) de la dirección de la empresa, con la consiguiente pérdida de prestigio en el mundo empresarial. Además, conviene resaltar, que cada vez hay más competencia para trabajar como directivo lo que hace que a las empresas no les resulte difícil encontrar sustitutos adecuados de los directivos despedidos.

Cuando las grandes compañías tienen su capital social muy atomizado y, además, no hay un accionista con una participación significativa que pueda influir en la gestión de la empresa, su equipo directivo tendrá muchas más posibilidades de incurrir en problemas de agencia. Si los accionistas detectan que sus objetivos

---

<sup>14</sup> Según Donaldson los objetivos de los directivos son supervivencia, independencia y autosuficiencia. Véase DONALDSON, G.: *Managing Corporate Wealth: The Operations of a Comprehensive Financial Goal System*. Praeger. Nueva York. 1984

<sup>15</sup> Sobre estos costes véase Mascareñas, Juan (2007): "Contratos financieros Principal-Agente". *Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas*. <http://www.ucm.es/info/jmas/monograf.htm>

<sup>16</sup> Por ejemplo, el día 16 de octubre de 2006 el núcleo duro de Repsol estaba formado por La Caixa (14,1%), Sacyr (9,23%), Chase Nominees (9,82%), State Street Bank and Trust (6,5%) y Fidelity International (6,1%).



no son satisfechos por dichos directivos venderán sus acciones como forma de mostrar su disconformidad con la forma de gestionar la compañía. Esto acarreará la caída de la cotización de las acciones en el mercado bursátil lo que puede provocar la aparición de algún inversor que desee hacerse con el control de la sociedad al estar bastante depreciada en el mercado. Para ello el potencial adquirente deberá lanzar *una oferta pública de adquisición* de acciones u OPA (denominada "hostil"<sup>17</sup> porque no cuenta con el beneplácito del equipo directivo) con objeto de adquirir los valores a aquellos accionistas que no deseen seguir siendo propietarios de la empresa. El resultado final es que, si la OPA triunfa, el actual equipo directivo perderá su puesto de trabajo, precisamente cuando se creía más seguro en él.

En cuanto a los planes para incentivar a la directiva deberán estar basados en aquellos factores sobre los que ésta tenga control, lo que hará que se persiga la maximización del valor de la empresa, al mismo tiempo, que los directivos ven satisfechos la mayoría de sus objetivos particulares. A modo de ejemplo podemos citar, la entrega de acciones de la empresa, la entrega de opciones de compra de dichas acciones, o de otros incentivos en dinero o en especie, cuando se alcanzan unos resultados determinados medidos a través de la relación entre el precio de la acción y su beneficio, o a través del rendimiento económico, o del financiero, etcétera.

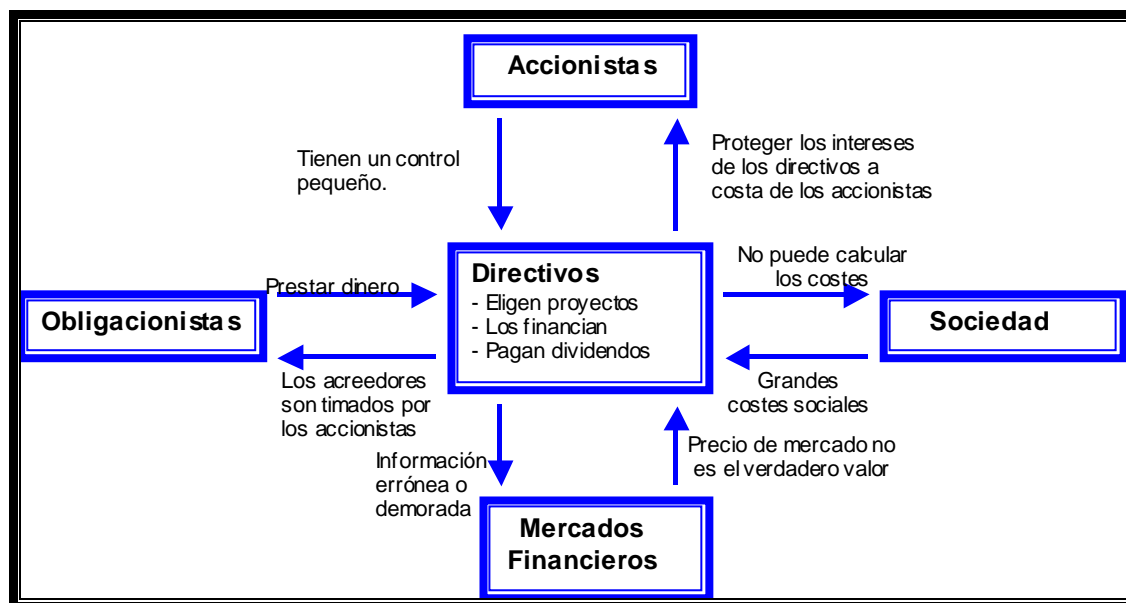


Fig.4 El mundo real (tomado de Damodaran)

A nadie se le escapa que cada integrante de la empresa tiene sus propios objetivos. Ahora bien, el objetivo de la creación de valor para los propietarios asegura el aumento del valor de los derechos de los otros integrantes de la empresa, puesto que el equipo directivo, para satisfacer sus demandas (los empleados persiguen salarios competitivos y otras prestaciones, los clientes desean pro-

<sup>17</sup> Las OPA "hostiles" suelen ser más rentables para los accionistas de la empresa adquirida que las "amistosas" porque el precio pagado por las acciones es sensiblemente mayor.



ductos o servicios de alta calidad, los acreedores que se les pague cuando se ha acordado, etcétera), deberá generar la suficiente liquidez mediante la gestión eficiente de los recursos operativos y financieros puestos a su disposición. Es por ello que el flujo de liquidez que se espera genere la empresa a largo plazo es la base del enfoque del valor para el accionista.

Para mostrar lo difícil que es conseguir el objetivo de maximizar el valor de mercado de la empresa, en las figuras 4 y 5 se pueden observar los principales factores que afectan a dicho objetivo. En la primera de ellas se muestran las relaciones existentes entre accionistas, obligacionistas, directivos, mercados financieros y sociedad tal y como son en la realidad (compárese esta figura con la 2, en la que se veía el mundo idílico de las relaciones empresariales). En la figura 5 se muestra cómo precisamente la Dirección Financiera engloba a todos aquellos modelos, ideas, teorías y prácticas tendentes a lograr la creación de valor en la empresa lidiando con los factores exógenos y endógenos mostrados en dicha figura. Como se aprecia, hay un grupo de factores exógenos (las restricciones externas) y otros de tipo endógeno (las decisiones estratégicas) que se plasman en una serie de resultados (rentabilidad esperada, flujos de caja y grado de riesgo) que afectarán al valor de mercado de las acciones. Ni que decir tiene que el equipo directivo deberá analizar y agrupar eficientemente todas estas variables para conseguir maximizar el valor de la empresa.

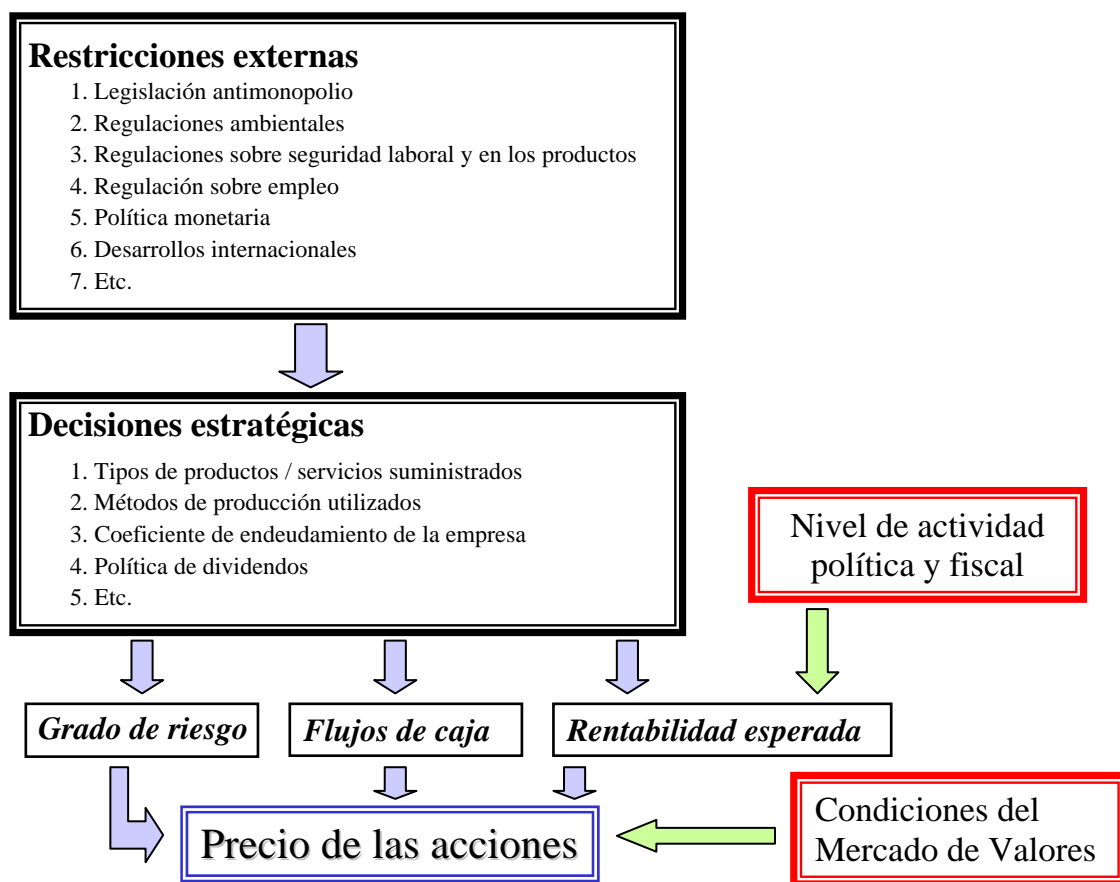


Fig. 5 Los principales factores que afectan a los precios de las acciones [Basado en Weston y Brigham]



Antes de terminar con este epígrafe conviene resaltar que el objetivo de maximizar el valor de la empresa es aplicable, por supuesto, a las empresas que no cotizan en Bolsa (que son la inmensa mayoría) aunque en este caso es más difícil comprobar el grado de cumplimiento de dicho objetivo y, por tanto, los problemas de agencia –entre directivos y accionistas- pueden ser mucho mayores (sobre todo en las empresas grandes y medianas que no coticen; en las pequeñas no deberían de existir si su dueño es también su directivo principal).

## 5. EL DIRECTOR FINANCIERO

El *director financiero*, es aquella persona que tiene como misión la captación y el destino de los recursos financieros en las mejores condiciones posibles para conseguir crear el máximo valor de la empresa.

La capacidad del director financiero para adaptarse al cambio y la eficiencia con que planifique la utilización de los recursos financieros requeridos por la empresa, así como, la capacidad de identificar la adecuada asignación de esos recursos y su obtención, son aspectos que influyen no sólo en el éxito de la compañía sino, también, en el de la economía nacional porque, efectivamente, el director financiero, a través de una asignación óptima de los recursos, no sólo contribuye al fortalecimiento de su empresa sino también a la vitalidad y crecimiento de toda la economía.

Y ya que hablamos de economía no conviene perder de vista que el directivo financiero debe comprender el entramado económico en el que se mueve su empresa y mantenerse alerta sobre los cambios que puedan producirse tanto en la actividad económica como en la política económica. Por ello deberá conocer las teorías económicas para poder utilizarlas a la hora de gestionar su negocio de una forma eficiente. El principio económico básico utilizado en la dirección financiera es el *análisis marginal*, esto es, las decisiones de inversión-financiación deberán tomarse y llevarse a cabo cuando los ingresos marginales esperados superen a los costes marginales.

Resumiendo todo lo anterior, podemos decir que el papel que tiene que desempeñar el director financiero consta de cinco funciones dinámicas:

- a) La previsión y la planificación financiera
- b) El empleo del dinero en proyectos de inversión
- c) La consecución de los fondos necesarios para financiar proyectos.
- d) La coordinación y el control
- e) La relación con los mercados financieros

Un *plan financiero* incluye estimaciones de los rendimientos futuros de la empresa, de sus gastos, y de sus necesidades de capital. Es, por tanto, una proyección de las actividades futuras de la empresa para un período de tiempo dado.

Deberá responsabilizarse del *empleo de los recursos financieros* en los proyectos de inversión más rentables para la empresa. En definitiva, le corres-



ponde decidir dónde se van a gastar los fondos disponibles por la compañía; dependiendo de esta decisión los beneficios futuros y la evolución posterior de la compañía. Esta tarea está íntimamente relacionada con la expuesta a continuación, puesto que la decisión de invertir en un posible negocio presupone la necesidad de financiarse y el coste de ésta última afecta a dicha decisión.

En cuanto a la *consecución de los fondos necesarios*, deberá elegir entre las diversas fuentes financieras a las que la empresa pueda acceder. Éstas, pueden clasificarse en: *internas y externas*, siendo las primeras, las provenientes de la propia empresa a través de la retención e inversión de parte de los beneficios en los propios negocios de la compañía; mientras que las fuentes de recursos externas incluyen tanto a los propietarios de la empresa como a personas e instituciones ajenas a la misma. Todas estas fuentes financieras tienen unas ciertas características comunes como son: el coste, el vencimiento, la disponibilidad, los gravámenes sobre los activos y otras condiciones impuestas por los proveedores de capital. El director financiero deberá determinar la mejor "mezcla" de fondos para la empresa de acuerdo con el análisis de las características mencionadas.

Además, no hay que olvidar otras dos actividades importantes como son, por un lado, la *coordinación y el control* que debe de ejercer con el resto de los directivos de las áreas no financieras de la empresa de cara a lograr el objetivo común; y, por otra parte, debe cuidar al máximo *la relación con el mercado financiero* que es el que le va a suministrar los recursos financieros necesarios para llevar a cabo los proyectos de inversión de la empresa y, por dicha razón, someterá a una estrecha vigilancia a la compañía y a sus directivos.

## 6. LA ÉTICA EN LA GESTIÓN EMPRESARIAL

El diccionario de la Real Academia Española define la ética como "la parte de la filosofía que trata de la moral y de las obligaciones del hombre", así que en el caso de la empresa podemos decir que es su actitud y conducta hacia sus empleados, clientes, comunidad y accionistas a los que deberá tratar de una forma justa y honesta.

El compromiso de una empresa con la ética puede medirse por la tendencia de la misma y sus empleados a cumplir la legislación relacionada con factores tales como la calidad y seguridad de los productos o servicios, las prácticas de empleo honestas, las prácticas honestas de marketing y venta, el uso de información confidencial para el beneficio personal, la implicación con la comunidad en la que se encuentra, los sobornos y cohechos, etcétera.

Al nivel más básico, un comportamiento ético requiere el cumplimiento de todas las normas y regulaciones que se apliquen a su trabajo. Pero, en un sentido más amplio, no basta sólo con cumplir lo anterior sino que también se deberá tener una idea personal de lo que está bien y lo que está mal. Hay quién piensa que la realización de los negocios implica corrupción, inmoralidad y ninguna ética. Sin embargo, otras personas creen que la ética es esencial para la rentabilidad y



supervivencia de la empresa e, incluso, los comportamientos éticos en los negocios deben ser superiores a los de otros segmentos de la sociedad.

Concretando, el comportamiento ético consiste en *hacer las cosas de forma honesta*, ahora bien esta definición no es fácil de aplicar adecuadamente desde el momento en que puede haber varios puntos de vista sobre cómo hacer las tareas honestamente<sup>18</sup>. Por esta razón, en los últimos años han surgido una serie de dilemas éticos respecto a la práctica de la gestión financiera sobre todo en el caso de que el comportamiento de algunos individuos sea distinto de los deseos de la gran mayoría de la población, incluso aunque aquél no sea ilegal. Cooke<sup>19</sup> sugiere que a la hora de valorar la viabilidad ética de una decisión (financiera) determinada deben hacerse las siguientes preguntas:

1. ¿La decisión a tomar es caprichosa o arbitraria?
2. ¿Dicha decisión atenta contra la moral o los derechos legales de cualquier persona o grupo?
3. ¿La decisión es conforme a los principios morales generalmente aceptados?
4. ¿Existen otros cursos alternativos de acción que tengan una menor probabilidad de causar un daño real o potencial?

Por otra parte, para Gómez-Bezares<sup>20</sup>, los comportamientos éticos son aquéllos que contribuyen al bien común y si ello permite obtener un beneficio, éste actuará como "incentivo".

La ética es importante puesto que, aunque los errores en los negocios pueden olvidarse, los malos comportamientos éticos acaban con las carreras y la credibilidad de quienes los realizan.

El suceso más dañino que puede experimentar un negocio es una pérdida de la confianza pública en su comportamiento ético. Veamos algunos ejemplos de como los comportamientos deshonestos destruyen valor cuando no las propias empresas:

- a) Los problemas de Bayer con respecto a las muertes debidas al uso del Lipobay, un medicamento de control del colesterol, le provocó una caída de su valor de mercado que reflejaba no sólo el valor actual de las indemnizaciones que deberá pagar sino el valor actual de las pérdidas futuras debidas a la desconfianza sobre el resto de sus preparados (sólo en España sus beneficios cayeron un 41% debido a este problema).
- b) El BBVA perdió un 5% de su valor el 7 de abril de 2002 al conocerse que durante más de diez años había ocultado al fisco y al Banco de España la existencia de unas cuentas secretas en su sucursal en la isla de Jersey.
- c) El caso de Enron no sólo ha dado con la empresa en el cementerio (de un valor de 68.000 millones de dólares en agosto de 2001 hasta unos 600 millones a fin de

---

<sup>18</sup> Puede verse un resumen de las principales teorías filosóficas sobre la ética (utilitarismo, igualitarismo, teoría de los derechos y liberalismo) en SCHALL, Lawrence y HALEY, Charles: *Introduction to Financial Management*. McGraw Hill. Nueva York. 1991. (6ª ed.), págs.: 9-10

<sup>19</sup> COOKE, Robert: "Business Ethics: A Perspective" en *Arthur Andersen Cases on Business Ethics*. Arthur Andersen. Chicago. Sept. 1991. Págs.: 2-5

<sup>20</sup> GÓMEZ-BEZARES, Fernando (2001) *Ética, Economía y Finanzas*. Gobierno de La Rioja. Logroño. Pp.: 116





- año, en el momento de la quiebra) sino que ha arrastrado a la auditora Arthur Andersen al vacío y con ella la credibilidad de todas las firmas de auditoría.
- d) Desde el 25 de abril de 2002 hasta el mismo día del mes siguiente las acciones de Dynergy se depreciaron un 66%. En la primera fecha la SEC abrió una investigación a la empresa por “transacciones fantasmas” que buscaban, a fines de 2001, crear la falsa sensación de que el volumen de negocio aumentaba sin cesar (se compraba y vendía la misma energía al mismo precio a otra empresa con lo que se generaba una falsa idea de aumento del volumen de ventas). Su Consejero Delegado, Charles Watson, dimitió el 28 de mayo.
  - e) En 1995, la empresa petrolera Shell sufrió dos golpes en su reputación: el intento de vertidos de su plataforma Brent Spar, y su fracaso ante el gobierno nigeriano a la hora de evitar que un activista de derechos humanos, que actuaba en una zona controlada por Shell, fuese ejecutado. La cotización de Shell cayó en Alemania debido a un boicot de los consumidores.
  - f) Durante 2002 el banco de inversión Merrill Lynch ha visto caer su cotización en bolsa debido a una serie de prácticas deshonestas de sus analistas financieros lo que ha puesto a la compañía a tiro de posibles compradores. Las posibles relaciones entre sus analistas y sus banqueros de inversión, algo totalmente prohibido por la ley, que debieran haber impedido las “murallas chinas”, han sido escrutadas por la SEC.
  - g) En abril de 2002, Credit Suisse First Boston (CSFB) ha sido multado con 100 millones de dólares por la SEC por realizar supuestas ofertas engañosas acerca de acciones de empresa tecnológicas.
  - h) En abril de 2002, JP Morgan está siendo investigada por la SEC por operaciones fuera de balance no muy ortodoxas que construyó para Enron.

En opinión de Fuller y Jensen<sup>21</sup> la relación de los directivos con el mercado debe adaptarse a una serie de pautas como las que aparecen a continuación:

- a) Los directivos deben enfrentarse a los mercados de capitales con coraje y determinación. No deben hacer coincidir sus expectativas con las de los analistas, si no hay base para ello.
- b) Los directivos deben ser honestos y prometer sólo aquellos resultados que consideran realmente posible alcanzar, señalando, además, los riesgos y las incertidumbres existentes. Es preferible sufrir una caída inicial de las cotizaciones por decir la verdad que un derrumbamiento al ser cazado en una mentira. Es un acto de auto preservación.
- c) Los directivos deben reconocer que, a largo plazo, un activo sobrevalorado resulta tan dañino como uno infravalorado.
- d) Los directivos deben trabajar para hacer sus empresas mucho más transparentes para los inversores y para los mercados. Esto puede implicar el revelar sus estrategias, identificar las variables generadoras de valor y mostrar unas medidas auditables sobre ambos. Además, explicar con honradez el *valor actual de las oportunidades de crecimiento* y si consideran que dicho crecimiento es creíble o no, es decir, deberán opinar sobre si piensan que la acción esta sobrevalorada o no.
- e) Con objeto de limitar sus ilusiones, los directivos deben reconciliar sus propias proyecciones con las del sector y las de sus competidores. Si sus proyecciones son más optimistas que las de aquéllos o las de los analistas deberán explicar en qué se basan.

---

<sup>21</sup> FULLER, Joseph y JENSEN, Michael (2002): “Just Say No to Wall Street”. *Journal of Applied Corporate Finance*. Pág.: 6-7. Disponible en <http://papers.ssrn.com/abstract=297156>



Actualmente se piensa<sup>22</sup> que un programa ético efectivo crea valor en la empresa porque produce beneficios positivos, por ejemplo: puede reducir los potenciales costes de litigación y juicios; mantener una imagen empresarial positiva; aumentar la confianza de los accionistas; y aumentar la lealtad, implicación y respeto de los integrantes de la empresa y de todos aquellos que se relacionan con ella (clientes, proveedores, comunidad, etcétera). Tales acciones, al mantener y aumentar los flujos de caja, y reducir el riesgo percibido (al aumentar la confianza de los inversores) pueden afectar positivamente al precio de mercado de la empresa. Los vendedores sensibles éticamente consiguen mejores resultados, el precio de las acciones desciende al anunciarse comportamientos empresariales deshonestos, y las empresas que tienen un compromiso ético con sus grupos de interés (*stakeholders*) en los informes anuales se comportan financieramente mejor<sup>23</sup>.

Muchas compañías tienen códigos formales de comportamiento ético que son un componente importante de su cultura empresarial<sup>24</sup>. Más aún, hay profesiones que obligan a sus asociados a seguir unos comportamientos éticos preestablecidos (abogados, auditores, analistas financieros, intermediarios financieros, por ejemplo).

Por ello, el comportamiento ético es necesario de cara a maximizar el valor de la empresa, entre otras cosas, debido a:

- a) Una vez que el comportamiento deshonesto crea una alarma social, puede provocar el desarrollo de una legislación que sea contemplada por la empresa como más irritante que la adopción de un comportamiento ético.
- b) Una vez que los clientes, proveedores, empleados y socios pierdan la confianza en la empresa, su futuro quedará en entredicho.

---

### **Lectura 1**

#### **Directivos de EADS vendieron acciones tres meses antes del desplome**

(elmundo.es 16-junio-06)

PARÍS.- El grupo aeronáutico europeo EADS, que ha perdido buena parte de su valor bursátil por los retrasos en las entregas del A380 de su filial Airbus, es de nuevo centro de atención al saberse que sus directivos vendieron acciones hace tres meses.

La Autoridad de los Mercados Financieros (AMF) de Francia reaccionó rápidamente, haciendo pública la información justo después de que los títulos de EADS se desplomasen el miércoles en la Bolsa de París. En un ambiente de pánico, el grupo perdió más de un cuarto de su valor, aunque lograba repuntar el jueves con avances del 6,78% que volvieron a hacer de EADS el título más negociado en París.

---

<sup>22</sup> ANG, James: "On Financial Ethics", *Financial Management*. Otoño. 1993. Págs.: 32-59

<sup>23</sup> THE ECONOMIST (2000): "Business Ethics: Doing well by doing good". *The Economist*. 22 de Abril. Pág. 74

<sup>24</sup> La primera oficina de ética corporativa, en los Estados Unidos, fue creada por General Dynamics en 1985



¿Información privilegiada?

La pregunta que planea ahora es si los directivos de EADS citados por la AMF, entre ellos el co-presidente Noel Forgeard, disponían de información privilegiada sobre los nuevos retrasos en la entrega a los clientes del A380 y, por eso, decidieron desprenderse de una buena parte de sus opciones sobre acciones.

Esas ventas se efectuaron entre los días 8 y 17 de marzo pasado, hace apenas tres meses, y fueron efectuadas por Forgeard, tres de sus hijos (Louis, Catherine y Marie), y tres miembros del equipo directivo de EADS: Jussi Itavuori, Francois Auque y Jean-Paul Gut, según declaraciones a la AMF.



Una portavoz de la AMF precisó que ese tipo de ventas por parte de directivos de grandes grupos son "normales y frecuentes", y en cuanto al resto -dijo- "no hacemos comentarios". El servicio de comunicación de EADS tampoco quiso hacer comentarios.

Los analistas destacan también que esas ventas se produjeron justo antes de que dos accionistas de EADS, DaimlerChrysler y Lagardere, anunciaran en abril pasado su retirada parcial del capital del grupo, al ceder un 7,5% de sus acciones cada uno.

.....  
Más del 80% de los ingresos de EADS vienen precisamente de Airbus.

Las aerolíneas Emirates, Singapore Airlines y Qantas -tres de los dieciséis clientes del A380- quieren una indemnización por las demoras en las entregas, y Malaysia Airlines revisará su pedido.

Se calcula que el retraso en las entregas del A380 supondrá dejar de ganar 500 millones de euros por año entre 2007 y 2010. El problema no sólo es financiero, es también de imagen, ya que la credibilidad de Airbus merma frente a su rival estadounidense Boeing, pues no se trata de la primera demora del A380.

A los seis meses de retrasos anunciados en 2005 hay que sumar ahora otros "seis o siete", lo que limitará a nueve el número de A380 que podrá expedir en 2007 (en lugar de los 20 ó 25 inicialmente previstos), y se reducirá también bastante en 2008 y 2009.

Oficialmente, las nuevas demoras se deben a cambios de definición en el sistema eléctrico, debidos a peticiones expresas de clientes o a modificaciones para efectuar mejoras. Pero la prensa hace hincapié en que la dificultad añadida para llevar a buen puerto el programa del A380 es el hecho de que su fabricación y ensamblaje se reparta como un puzzle entre Alemania, España, Francia y el Reino Unido.



## 7. LA RESPONSABILIDAD SOCIAL DE LA EMPRESA

Además de la ética está la cuestión de la *responsabilidad social*, esto es, el que una empresa es responsable ante la sociedad más allá de la maximización de la riqueza de sus propietarios y debería ayudar a buscar el bienestar de sus empleados, de sus clientes y de la comunidad en la que se encuentra inmersa<sup>25</sup>. En palabras de la Comisión Europea: "La responsabilidad social de la empresa es el proceso de gestión por el que ésta se esfuerza en encontrar los compromisos equilibrados y aceptables para todos, entre las exigencias y las necesidades de las partes afectadas"<sup>26</sup>.

Cumplir la legislación vigente no implica ser socialmente responsable (una empresa podría ser perfectamente irresponsable y, sin embargo, ser respetuosa con las normas legales). En todo caso, este concepto es difuso porque depende del punto de vista desde el que se contemple o del contexto histórico.

Como en el caso de la ética, el debate sobre la responsabilidad social de la empresa (RSE) continúa. Así para sus defensores, ésta es una estrategia de negocio que funciona porque en un mundo donde el valor de las marcas y la reputación se perciben cada vez más como el activo más valioso, la RSE puede construir la lealtad y la confianza que asegure un brillante futuro sostenible. Las empresas ya no sólo son juzgadas en función de sus resultados sino también por su comportamiento. Entre los beneficios destacables que la RSE puede aportar a la compañía podemos enumerar los siguientes:

- Posible mejora de los resultados financieros
- Mejora la gestión del riesgo y de las crisis
- Reduce los costes operativos
- Aumenta la implicación de los empleados
- Aumenta la reputación y el valor de las marcas
- Mejora las relaciones con el Gobierno y la sociedad
- Asegura la sostenibilidad a largo plazo para la empresa
- Mejora la rentabilidad de las inversiones a largo plazo
- Aumenta la productividad

Es evidente que nadie puede estar en contra de las ideas anteriores, sin embargo la polémica se centra en quién debe practicar la RSE. Así, hay una corriente de opinión que se inclina porque los directivos al ser empleados de la empresa, la cual es propiedad de los accionistas, deben dirigirla persiguiendo el objetivo de maximizar la riqueza de éstos; siendo los accionistas los que deben

---

<sup>25</sup> O también, puede definirse como las prácticas de negocios basadas en valores éticos y el respeto por los trabajadores, comunidades y ambiente, según AARONSON, S.A. (2002): "How the Europeans got a Head Start on Policies to Promote Global Corporate Responsibility". *Corporate Environmental Strategy* nº9 (4). Pp.: 356-367

<sup>26</sup> Commission des Communautés Européens: *La responsabilité sociale des entreprises: une contribution des entreprises aux développement durable*. Bruxelles. Juillet 2002



decidir si les gustaría cumplir con la responsabilidad social de la compañía dedicando parte de las ganancias a causas que lo merezcan.

El que las empresas ejerzan su responsabilidad social es algo que debe ser impulsado y apoyado por el Estado. Porque si una compañía decide financiar determinadas causas sociales y sus competidoras no, verá como aumentan sus costes y, por tanto, sus precios para financiar dichas prácticas lo que la hará menos competitiva y, a la larga, deberá renunciar a su ayuda social so pena de encontrarse fuera del mercado. De la misma forma, los inversores, ante el dilema de colocar su dinero en dos compañías idénticas, pero que dedican diferente cantidad de dinero a obras sociales, preferirían invertir en la empresa que menos gastara en dichos menesteres porque su rendimiento sería mayor. Es por esto por lo que los beneficios sociales, como las prácticas contractuales honestas, la seguridad de los productos, la eliminación de la contaminación, etcétera, serán más efectivos si son regulados de forma realista y apoyados por los estamentos gubernamentales. Lo que nos lleva a decir que es muy importante que la industria y el gobierno cooperen para establecer las reglas del comportamiento empresarial, que los costes y los beneficios de tales acciones sean perfectamente calculados y se tengan en consideración, y que las empresas sigan no sólo la letra, sino también el espíritu, de las leyes en sus actuaciones.

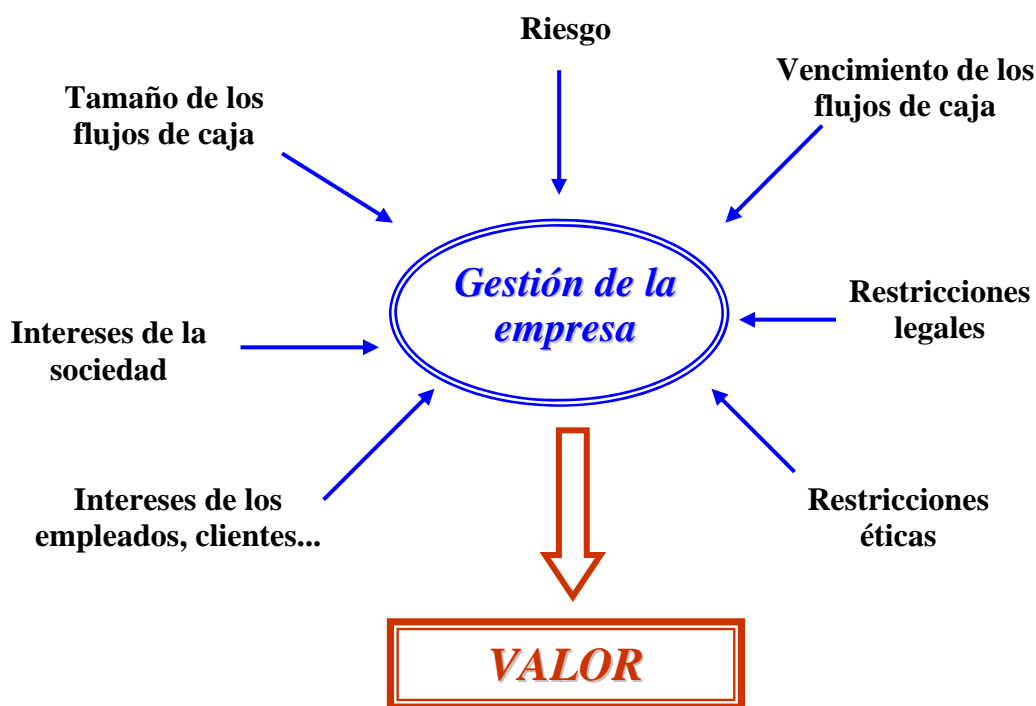


Fig.6 Variables que influyen sobre el director financiero

En todo caso, la democracia no avanza cuando las políticas públicas se privatizan y los equipos directivos de las compañías se encargan de conseguir los



objetivos económicos, sociales, y medioambientales. Este es un trabajo que corresponde a los gobiernos<sup>27</sup>.

O en palabras de Rappaport<sup>28</sup> "en una economía basada en el mercado, que reconoce los derechos de la propiedad privada, la única responsabilidad social de la empresa es crear valor para el accionista, y hacerlo de modo legal y con integridad... la dirección de las empresas no tiene ni legitimidad política ni preparación para decidir lo que es mejor para el interés social. Nuestra forma de gobierno requiere que los legisladores elegidos y el sistema judicial sean los mecanismos para las opciones de la colectividad".

En cualquier caso, polémicas a parte, no hay que olvidar que la primera responsabilidad social de la empresa es la satisfacción de las necesidades humanas. Ésta es su razón de existir. Si dicho cometido lo desarrolla eficientemente entonces su valor aumentará, en caso contrario no sólo descenderá sino que será expulsada del mercado.

## BIBLIOGRAFÍA

- BOSSAERTS, Meter y ODEGAARD, Bernt (2005): *Lectures on Corporate Finance*. World Scientific. Singapur
- BREALEY, Richard y MYERS, Stewart: *Fundamentos de Financiación Empresarial*. McGraw Hill. Madrid. 1998. (5ª ed.)
- BRIGHAM, Eugene y GAPENSKI, Louis: *Financial Management*. The Dryden Press. Nueva York. 1988. (5ª ed.)
- COOKE, Robert: "Business Ethics: A Perspective" en *Arthur Andersen Cases on Business Ethics*. Arthur Andersen. Chicago. 1991
- DAMODARAN, Aswath: *Applied Corporate Finance*. John Wiley. Nueva York. 1999
- DONALDSON, G.: *Managing Corporate Wealth: The Operations of a Comprehensive Financial Goal System*. Praeger. Nueva York. 1984
- EMERY, Douglas y FINNERTY, John: *Principles of Finance*. West. St.Paul (Mn). 1991
- EMERY, Douglas y FINNERTY, John: *Corporate Financial Management*. Prentice Hall. Upper Saddle River (NJ). 1997
- FERNANDEZ, Ana y GARCIA, Myriam: *Las Decisiones Financieras de la Empresa*. Ariel. Barcelona. 1992
- FULLER, Joseph y JENSEN, Michael: "Just Say No to Wall Street". *Journal of Applied Corporate Finance*. Spring. 2002. Disponible en <http://papers.ssrn.com/abstract=297156>
- GALLAGHER, Timothy y ANDREW, Joseph: *Financial Management. Principles and Practice*. Prentice Hall. Upper Saddle River (NJ). 1997
- GITMAN, Lawrence: *Principles of Managerial Finance*. Addison Wesley. Reading (Mass.). 1998
- GÓMEZ-BEZARES, Fernando: *Ética, Economía y Finanzas*. Gobierno de La Rioja. Logroño. 2001
- JENSEN, Michael: "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function". *Journal of Applied Corporate Finance* vol 14, nº3. Otoño 2001
- KEOWN, Arthur; SCOTT, David; MARTIN, John; y PETTY, Jay: *Basic Financial Management*. Prentice Hall. Englewood Cliffs (NJ). 1996. (7ª ed.)
- KOLLER, Tim GOODHEAD, Marc y WESSELS, David (2005): *Valuation. Measuring and managing the Value of Companies*. John Wiley. Nueva York 4ª ed.
- MASCAREÑAS, Juan: *Innovación Financiera*. McGraw Hill. Madrid. 1999

---

<sup>27</sup> Véase "Curse of the ethical executive". *The Economist*. 17 noviembre 2001. Pág.: 84, que comenta un trabajo de HENDERSON, David (2001): "Misguised Virtue: False Notions of Corporate Social Responsibility". *Hobart paper* 142. Institute of Economic Affairs. Londres.

<sup>28</sup> Véase RAPPAPORT, Alfred (1998): *La Creación de Valor para el Accionista*. Deusto. Bilbao. Pág.: 25



- MASCAREÑAS, Juan: "Corporate Ethics and Financial Markets". <http://www.ecsanet.org/ecsaworld6/contributions.htm>. 2002.
- PETERSON, Pamela: *Financial Management and Analysis*. McGraw Hill. Nueva York. 1994
- RAPPAPORT, Alfred: *La Creación de Valor para el Accionista*. Deusto. Bilbao. 1998 (2ª ed.)
- ROSS, Stephen; WESTERFIELD, Randolph y JAFFE, Jeffrey: *Finanzas Corporativas*. McGrawHill. Madrid. 1997 (3ªed.)
- SCHALL, Lawrence y HALEY, Charles: *Introduction to Financial Management*. McGraw Hill. Nueva York. 1991. (6ª ed.)
- SUÁREZ, Andres: *Decisiones Óptimas de Inversión y Financiación en la Empresa*. Pirámide. Madrid. 1997. (18ª ed.)
- SUÁREZ, Andrés: "Sobre la Teoría Financiera de la Empresa y algunos cosas más". *Boletín de Estudios Económicos* vol. XLII nº 130 (abril. 1987). Bilbao. Pp: 149-160.
- THE ECONOMIST: "Business Ethics: Doing well by doing good". *The Economist*. 22 de Abril de 2000. Pp.: 72-74
- THE ECONOMIST: "Curse of the ethical executive". *The Economist*. 17 noviembre 2001. Pág.: 84
- THE ECONOMIST: "Prosecutor's dilemma". *The Economist*. 15 junio 2002. Pág.: 86-87
- VAN HORNE, James: *Financial Management and Policy*. Prentice Hall. Englewood Cliffs (NJ). 1995 (10ª ed.)
- WESTON, J., y BRIGHAM, Eugene: *Essentials of Managerial Finance*. The Dryden Press. Nueva York. 1993. (10ª ed.)
- WESTON, J. y COPELAND, Thomas: *Managerial Finance*. The Dryden Press. Fort Worth. 1992 (9ª ed.)