

Tema 1. Economía financiera. Decisiones de inversión y financiación

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.
2. ECONOMÍA FINANCIERA. ASPECTOS CONCEPTUALES.
 - 2.1. La función financiera desde la perspectiva histórica de la Economía Financiera.
 - 2.2. Economía financiera, ámbito de aplicación.
 - 2.3. La función financiera en la empresa. Objetivos de la Dirección Financiera.
 - 2.4. Las decisiones financieras.
 - 2.4.1. Decisiones de inversión.
 - 2.4.2. Decisiones de financiación.

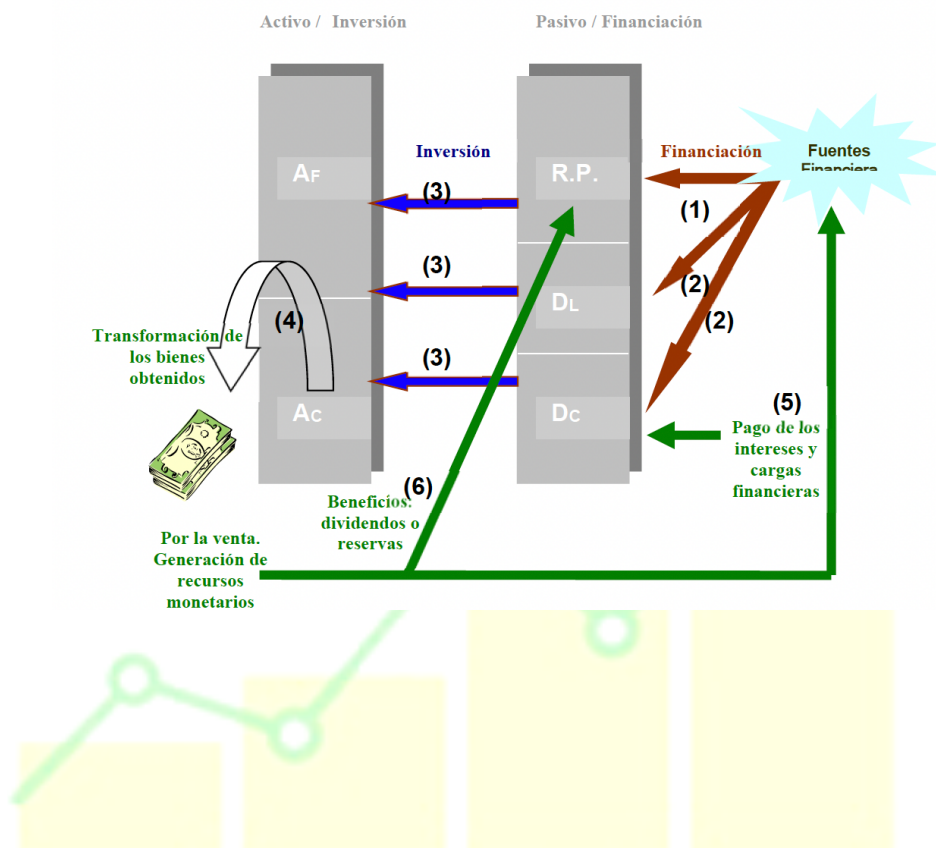


1. INTRODUCCIÓN

La actividad de la empresa se basa en dos actividades críticas:

- Financiación
- Inversión

Lo vemos a través de la siguiente figura, que nos muestra los movimientos de los flujos monetarios en la empresa:



El objetivo de toda empresa es **generar valor**, que la rentabilidad generada con sus inversiones sea superior al coste de la financiación obtenida.

Resumiendo, las dos actividades críticas;

Inversión: proceso o actividad económica por la que se vinculan recursos líquidos a la obtención de bienes o servicios de los que se espera una rentabilidad futura.

Financiación: proceso o actividad económica por la que se obtienen recursos para la empresa, ya sean propios o ajenos, con los que se acometerán las actividades de inversión.

2. ECONOMÍA FINANCIERA. ASPECTOS CONCEPTUALES.

2.1. La función financiera desde la perspectiva histórica de la Economía Financiera.

La teoría financiera no siempre se ha concebido tal y como se entiende hoy, ha ido evolucionando a lo largo del presente siglo.

Esta evolución ha estado marcada por los cambios en el entorno económico, el desarrollo empresarial y tecnológico, pasando de un enfoque tradicional (clásico) a un nuevo enfoque mucho más analítico (moderno).

Tabla 1.1. Comparación entre las posiciones clásica y moderna

POSICIÓN CLÁSICA	POSICIÓN MODERNA
<ul style="list-style-type: none"> - Contempla la empresa desde una perspectiva externa. - Centrada en las empresas con forma jurídica de sociedad, sobre todo las anónimas. - Muy polarizada en atender operaciones atípicas de la empresa (fusiones, absorciones, etc.) - Más dedicado a temas financieros a largo plazo. - Muy orientada a los aspectos descriptivos, a las formas, y a los entes financieros, dejando de lado las cuestiones relativas a los medios financieros. - No otorga gran interés al uso de los recursos financieros en el seno de la empresa ni a los criterios de asignación que se utilizan. 	<ul style="list-style-type: none"> - Los responsables de finanzas se dedican no sólo a captar recursos sino que intervienen en la asignación de los mismos. - Se da una gran importancia al coste del capital, como magnitud básica al decidir sobre una inversión. - La relación entre recursos propios y ajenos cobra importancia capital. - La preocupación no debe centrarse únicamente en la rentabilidad, sino también en la liquidez. - El análisis del fondo de rotación, del flujo de caja y la política de dividendos, son parte importante en las decisiones financieras. - Dando una gran importancia a los métodos analíticos para el estudio de las finanzas, que han experimentado un acelerado desarrollo a partir de los años cincuenta.



Desarrollo de las teorías financieras en el siglo XX:

Visión tradicional de las finanzas → Dewing (1920) y Gerstenberg (1924)



Desarrollo enfoque moderno → 1. Inicio de los '50 hasta mediados '70. Markowitz (1952): teoría de carteras
2. Modigliani y Miller (1958, 61 y 63): Tesis sobre la irrelevancia y relevancia de la estructura de capital y la política de dividendos
3. Jensen y Meckling (1976): Aportaciones sobre la naturaleza de la empresa
4. Ross (1977): Teoría de señales
5. Sharpe (1961 y 64), Lintner (1965) y Black (1972): Versión modelo CAPM
6. Black y Scholes (1973): Teoría de las opciones
7. Fama (1970): Teoría de la eficiencia del mercado



Época dorada de las finanzas (Zingales, 2000) A este periodo se le atribuye la investigación de problemas no resueltos por las finanzas neoclásicas

- 1. Aplicación de criterios de valoración de inversiones diferentes del Valor Actual Neto
2. La estructura de propiedad de la empresa
3. El valor de la liquidez
4. La existencia de problemas de información asimétrica a la hora de toma de decisiones de inversión y financiación
5. El gobierno de la empresa
6. Diferencias internacionales en la estructura financiera



Como indica **WESTON** la evolución de la función financiera a lo largo del siglo se puede entender mejor si se tienen en cuenta los tres aspectos siguientes:

- a) Las finanzas han evolucionado tratando de dar respuesta a los problemas de cada época.
- b) Los progresos en finanzas han estado vinculados al desarrollo de las teorías e instrumentos de campos afines.
- c) El cambiante ambiente económico ha permitido centrar la atención en los problemas relevantes en cada momento.

En esta misma línea, **GÓMEZ BEZARES** enumera tres elementos que pueden encajar en los anteriores: nuevas necesidades, nuevas ideas (teorías, modelos, instrumentos) y nuevas tecnológicas. Todos estos elementos han servido para guiar la evolución de la teoría financiera a lo largo del tiempo.

De forma resumida, la tabla 1.2. condensa la evolución de las principales teorías financieras a lo largo del siglo XX, muchas de las cuales se estudiarán en los siguientes capítulos.

Tabla 1.2. Desarrollo de las Teorías Financieras en el siglo XX

Décadas de desarrollo de las teorías	Teorías financieras
1930-1940	Principios de valoración
1950	Teoría de carteras
1950-1960	Estructura financiera Y coste de capital
1960	Política de dividendos Eficiencia de mercados
1960-1970	Teorías de valoración de activos financieros
1970	Teoría de opciones Teoría de agencia
1980	Asimetría informativa y señales Gobierno de la empresa Control corporativo Microestructura
1990	Finanzas conductistas Creación de valor

2.2. Economía financiera, ámbito de aplicación.

BODIE y MERTON definen la economía financiera como aquella disciplina que “estudia la manera en que la gente asigna recursos escasos a través del tiempo”.

Dos características distinguen las decisiones financieras, que consisten en que los costes y beneficios: i) se distribuyen a lo largo del tiempo y ii) no suelen conocerse anticipadamente con certeza.

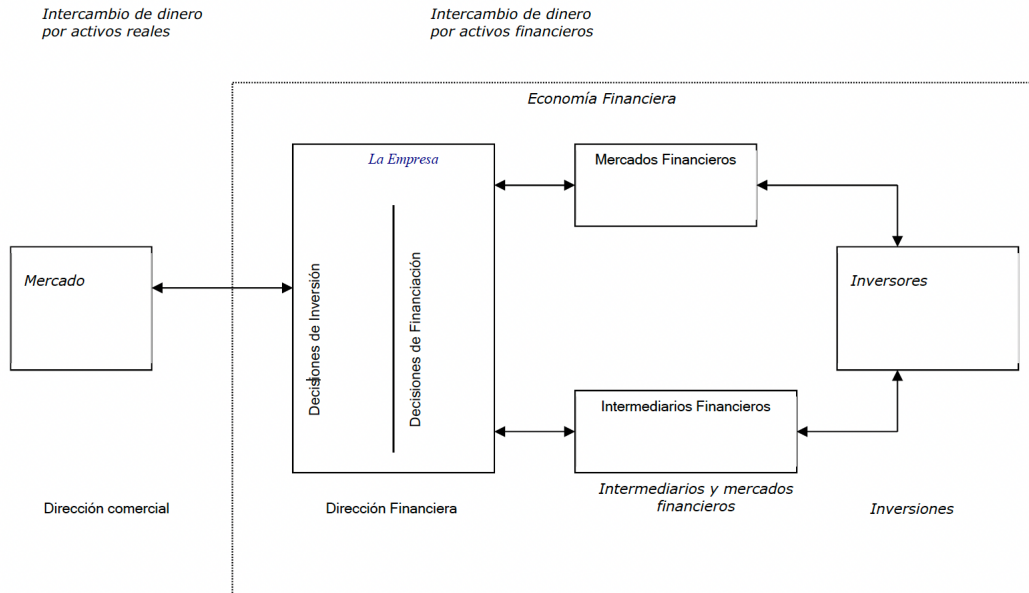
Con carácter general, la economía financiera abarca tres campos interrelacionados:

- Los *mercados e instituciones financieras*; estudian las empresas especializadas en la creación, compra y venta de activos financieros y los mercados donde se negocian. El objeto de estudio de esta parte de la economía financiera lo constituye los destinos componentes del sistema financiero (Tabla 1.3).
- La *inversión financiera* que estudia las decisiones financieras desde el punto de vista externo. Se realiza a través de los mercados e intermediarios financieros (figura 1.2.)
- Las *finanzas empresariales*, que estudian la gestión financiera de las empresas (con especial énfasis en la inversión de activos reales), así como la obtención de recursos con destino a dichas inversiones (decisiones de inversión, financiación y dividendos).

Tabla 1.3. Elementos básicos de la estructura del sistema financiero

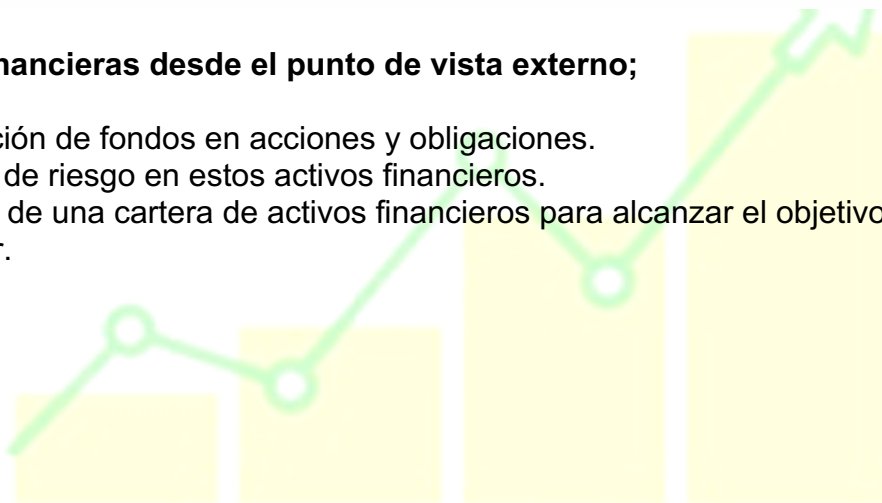
INSTITUCIONES
PÚBLICAS (Organismos reguladores) PRIVADAS (Emisores de valores)
MERCADOS
<ul style="list-style-type: none"> ▪ <i>MERCADO DE CAPITALES:</i> <ul style="list-style-type: none"> - MERCADO DE DEUDA PÚBLICA - MERCADO DE RENTA FIJA PRIVADA - MERCADO DE RENTA VARIABLE ▪ <i>MERCADOS MONETARIOS:</i> <ul style="list-style-type: none"> - MERCADO INTERBANCARIO PRIVADO - MERCADO INTERVENCIONES BANCO DE ESPAÑA ▪ <i>MERCADO DE DIVISAS</i> <ul style="list-style-type: none"> - MERCADO AL CONTADO - MERCADO A PLAZO
ACTIVOS E INSTRUMENTOS FINANCIEROS
Cuentas corrientes, Superlibretas, Imposiciones a plazo fijo, Letras del Tesoro, Fondos de Inversión, Futuros, Opciones, Swaps....
INTERMEDIARIOS
<i>ENTIDADES DE CRÉDITO Y FINANCIERAS:</i> Bancos, Cajas, Cooperativas de Crédito, Establecimientos Financieros de Crédito, Sociedades Gestoras de Carteras, Sociedades y Agencias de Valores....
INVERSORES FINALES
<i>PARTICULARES E INSTITUCIONALES:</i> Inversores individuales, grupos financieros, empresas, fondos de inversión y fondos de pensiones.

Figura 1.2. Relaciones Financieras de la Empresa



Decisiones financieras desde el punto de vista externo;

- Colocación de fondos en acciones y obligaciones.
- Cálculo de riesgo en estos activos financieros.
- Gestión de una cartera de activos financieros para alcanzar el objetivo planteado por el inversor.



2.3. La función financiera en la empresa. Objetivos de la Dirección Financiera.

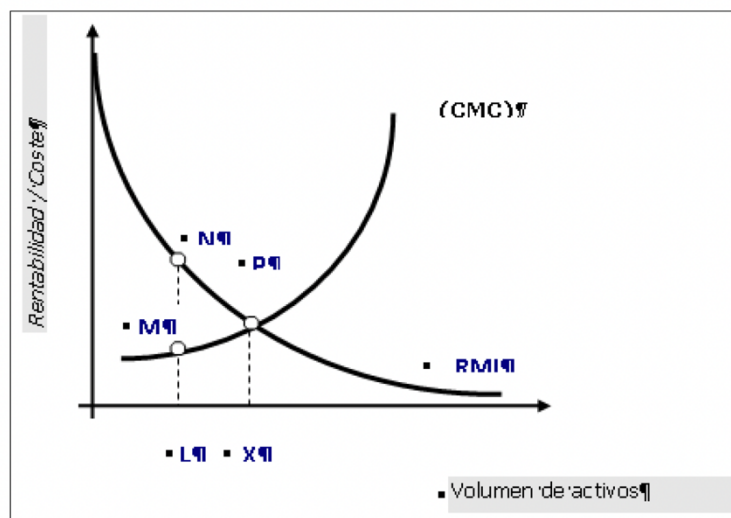
El contexto empresarial se articula en torno a un conjunto resumido de áreas:

- Producción
- Explotación
- Económica y **financiera**
- Organizativa de la estructura humana de las responsabilidades
- Informativa

La función financiera de la empresa se centra en la consecución de los resultados necesarios para atender a los pagos derivados de su estructura fija (inmovilizado) y también a los costes variables (circulante), dentro de un equilibrio financiero.

La lógica de las decisiones de financiación toma en cuenta la idea del equilibrio entre el coste marginal del capital (CMC) y la rentabilidad marginal de la inversión que vemos en la siguiente figura (RMI);

Figura 1.3. Relación entre la rentabilidad marginal de la inversión y el coste marginal del capital



El coste marginal del capital crece a medida que se precisan mayores recursos y la rentabilidad marginal de la inversión decrece a medida que aumenta el número de activos necesarios.

El punto de equilibrio lo encontramos en el nivel “X” donde $CMC = RMI$, más allá de ese volumen de activos entraríamos en la zona de pérdidas.

La función financiera debe perseguir:

- Creación de valor para el accionista
- La constatación del valor de los medios materiales o inmateriales que debe adquirir la empresa
- La estructura de los recursos propios
- Momento de disposición de dichos recursos propios
- Precio por la utilización de los recursos propios

Beneficio vs maximización de la riqueza de los accionistas

Objetivo de la microeconomía clásica → **MAXIMIZACIÓN DEL BENEFICIO**

Este objetivo ha sido objeto de numerosas críticas, en concreto:

1. Imprecisión y relatividad del concepto maximizar beneficio

- Beneficio contable → No indica el periodo temporal (¿corto, largo?)
- El cálculo es subjetivo y heterogéneo en algunas partidas de gasto (amortizaciones, valoración de stock,...)
- No se tiene en cuenta el nivel de RIESGO.

2. *Maximización.* Los directivos pueden obrar a impulsos. A partir de un cierto nivel, el esfuerzo que exige una mejora adicional del beneficio es muy elevado

3. *Separación entre propiedad y control,* sobre todo en las medianas y grandes empresas; bajo la figura del empresario profesional que dirige sin tener participación. Los objetivos de los directivos no tienen por qué coincidir con los perseguidos por los aportantes de fondos (socios/inversores).

La dirección financiera ha abandonado las restricciones del modelo neoclásico en favor de una teoría más amplia, con el **objetivo de la maximización del valor de la empresa en el mercado**, lo cual implica:

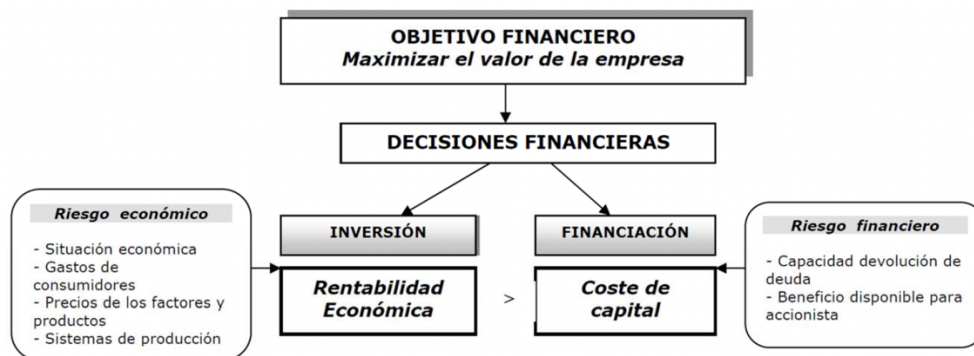
1. Procesos de valoración de los mercados financieros en términos de los intereses de los accionistas (MAXIMIZACIÓN DEL VALOR DE EMPRESA EN EL MERCADO), dicho valor aumenta con el precio de las acciones.
2. Lo anterior es equivalente a MAXIMIZACIÓN DE LA RIQUEZA DE LOS ACCIONISTAS (Riqueza = Poder de compra, a partir de los dividendos que perciban, dentro de un entorno incierto)
3. Al introducir la dimensión temporal, el objetivo se convierte en la maximización del flujo de dividendos a lo largo del tiempo para los accionistas.
4. La maximización del valor de los dividendos a largo plazo, maximiza la valoración del mercado de capitales de las acciones de la empresa.

Conclusión:

El objetivo de maximización del valor de las acciones es más completo que el del beneficio porque incorpora tres elementos clave en la toma de decisiones financieras:

- a) el efectivo (flujo de caja).
- b) el factor temporal de los beneficios.
- c) las diferencias de riesgo entre diferentes alternativas.

Figura 1.4. Objetivo financiero en la empresa



Desde el punto de vista operativo deben diferenciarse 2 situaciones (Díez de Castro y López Pascal (2001)):

1. *Empresas que cotizan en Bolsa.* El valor de sus acciones es el mejor indicador del valor de la empresa
2. *Empresas que no cotizan en Bolsa.* Su valor viene determinado por lo que están dispuesto a pagar por ella (subjetividad). En este caso, para fijar el valor de la empresa, los autores recomiendan como medida el VALOR ECONÓMICO AÑADIDO (VEA) el verdadero valor es el EXCEDENTE después de descontados el beneficio de todos los costes (incluyendo la retribución del capital propio).

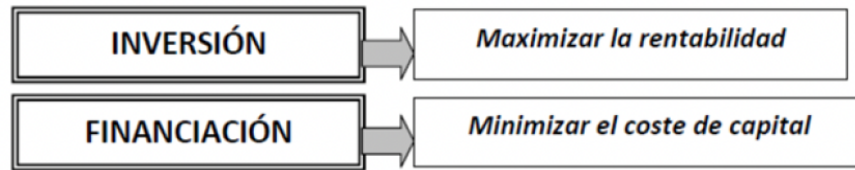
Además, surgen “**Problemas de Agencia**” cuando se habla de la maximización del valor de las acciones (en empresas de cierto tamaño):

Los *propietarios* de la empresa → Objetivo: maximizar el valor de la empresa. Delega en el agente.

Agente: *directivos*. Los que toman finalmente las decisiones. Poseen más información. Puede que sus objetivos no sean los mismos que el de los propietarios.

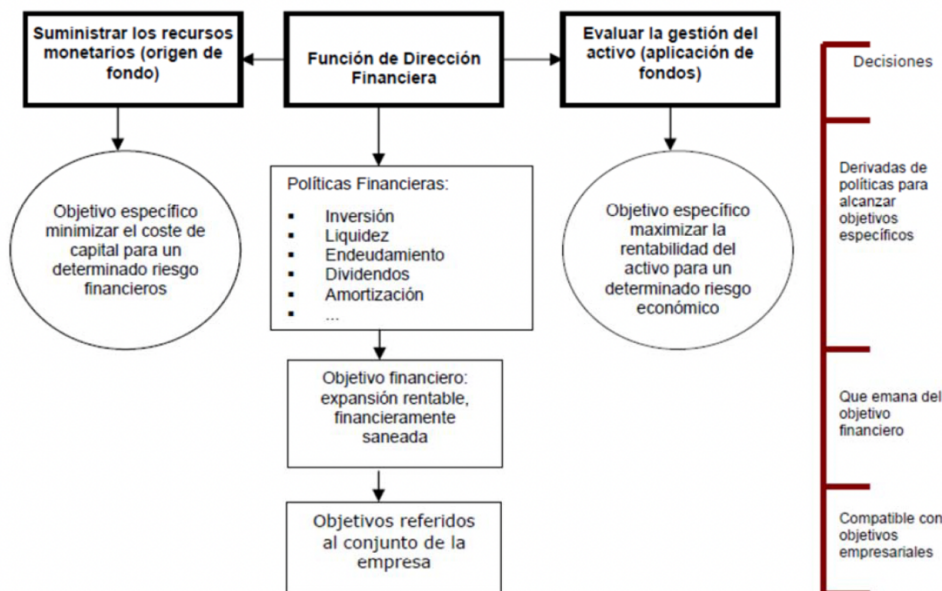
2.4. Las decisiones financieras.

Figura 1.5. Objetivos específicos de las decisiones de inversión y financiación



Los objetivos anteriores deben ser el marco de referencia de las distintas políticas financieras al tiempo que compatibles con el objetivo financiero general de expansión rentable y financieramente saneada y con las restricciones que emanan de los objetivos generales de la empresa, tal como vemos en la siguiente figura;

Figura 1.6. Objetivos y políticas financieras



Según Solomon, el campo de actuación de la función financiera se centra en dar respuesta a las siguientes cuestiones:

1. ¿Qué dimensión debe tener la empresa y que tasa de crecimiento? **DECISIONES DE INVERSIÓN**
2. ¿Qué clase de activos debe adquirir la empresa? **DECISIONES DE INVERSIÓN**
3. ¿Cuál debe ser la composición de su pasivo? **DECISIONES DE FINANCIACIÓN**

Estos tres aspectos incorporan casi toda la problemática de la empresa y están relacionados entre sí.

- El volumen de activos dependerá de las posibilidades de inversión y de la financiación disponible.
- Las facilidades para obtener fondos dependerán de las características y rentabilidad de los proyectos a realizar.



2.4.1. Decisiones de inversión.

Activo:

- * Activo fijo: ciclo largo. Inmovilizado (vida útil).
- * Activo circulante: ciclo corto o de explotación (transformación en efectivo de los circulantes).

Tipos de decisiones de inversión:

- Las de carácter estratégico, que implican la gestión de activos a largo plazo.
- Las de carácter táctico, que requieren la gestión de activos a corto plazo.

Decisiones de inversión: asignación de recursos financieros a lo largo del tiempo, emprendiendo proyectos de inversión o adquiriendo activos.

Métodos de valoración de proyecto de inversión: VAN, TIR (Tema 3).

2.4.2. Decisiones de financiación.

Las decisiones de inversión se complementan en las de financiación, que se corresponden con los pasivos y los recursos financieros aplicados en los activos. Estos recursos, en función del origen y propiedad, se pueden clasificar en dos grupos:

a) **Recursos propios (RP):** que se corresponden con las aportaciones realizadas por los accionistas, así como por los beneficios no distribuidos, y que permanecen en la empresa en forma de reservas. Estos fondos tienen carácter permanente, es decir, no tienen plazo de devolución establecido, y se retribuyen vía dividendos.

b) **Recursos ajenos (RA):** aportados por personas ajenas a la propiedad de la empresa, presentando un plazo de devolución determinado ya sea dentro del corto plazo o a largo plazo. La retribución obtenida es a través del pago de intereses.

Decisiones de financiación: elección entre RP y RA (estructura de vencimiento). Implica:

- * Establecer la estructura financiera: RP / RA, endeudamiento, riesgo (coste de las fuentes de financiación).
- * Establecer la política de dividendos: retribución del accionista y reservas (autofinanciación).

Es necesario considerar la influencia e interrelación entre las distintas magnitudes y decisiones financieras. La relación entre los dos objetivos específicos, rentabilidad y coste, da lugar a un proceso cíclico en el que cualquiera que sea el punto en el que situemos el objetivo, el resto de las relaciones se convierten en medios o caminos para llegar a alcanzarlo.

Figura 1.8 Relación entre Rentabilidad y Coste de Capital

