

6

EVOLUCIÓN HISTÓRICA DE LA DIRECCIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA

Prof.^a Dr.^a MARÍA CONCEPCIÓN VERONA MARTEL
Departamento de Economía Financiera y Contabilidad
de la Universidad de Las Palmas de Gran Canaria

RESUMEN

Este artículo tiene por objeto recoger la evolución que a lo largo de los años ha experimentado la Dirección Financiera de la Empresa. Cuando se procede al estudio de la evolución histórica de la Dirección Financiera se pueden distinguir dos periodos claramente diferenciados, conocidos bajo las denominaciones de enfoque tradicional y enfoque moderno. Es, precisamente, en este último, en el que la Dirección Financiera de la Empresa se ha enriquecido notablemente.

1. INTRODUCCIÓN

La Dirección Financiera de la Empresa como disciplina científica es relativamente joven, pues se desarrolla como disciplina académica autónoma en los inicios del siglo XX; hasta entonces, la financiación de empresas no fue objeto de un estudio diferenciado, sino que se estudiaba con el resto de temas de la Ciencia Económica¹. Sin embargo, será a partir de dicha fecha, cuando el trabajo académico en el área financiera y en la gestión de empresas comienza a tener un mayor desarrollo, dando lugar a lo que hoy denominamos Dirección Financiera de la Empresa o Economía Financiera de la Empresa.

El desarrollo experimentado por esta disciplina desde sus inicios hasta la actualidad es notable, el cual se ha visto condicionado por el discurrir de las transformaciones económicas, financieras y técnicas que han acaecido; afectando éstas tanto a las funciones como a las responsabilidades propias de la Dirección Financiera. A esta cuestión se refieren Azofra Palenzuela y Fernández Álvarez (1991:1) con las siguientes palabras: "desde los albores del presente siglo en que la Economía Financiera de la Empresa emerge como disciplina autónoma hasta la actualidad, las finanzas empresariales han evolucionado en paralelo a los cambios económicos sufridos y en consonancia con la necesidad de dar una respuesta a los problemas, cada vez más complejos, con los que se enfrenta la dirección financiera de la empresa".

El contenido de la función financiera de la empresa

se ha desarrollado a medida que las empresas progresaban en tamaño y complejidad (creación de nuevas empresas, procesos de fusión y consolidación de empresas, etc.), desarrollo al que también han contribuido los importantes avances en las herramientas analíticas aplicables a los problemas financieros.

Suárez Suárez señala que dos temas tan importantes como la inversión y la financiación empresarial han sido desarrollados considerablemente en los últimos cinco lustros, siendo los economistas estadounidenses los que han realizado las mayores aportaciones, "hasta el punto de que hoy en día se viene hablando de la concepción moderna de las finanzas y de la concepción tradicional, queriendo indicar con ello dos enfoques bastantes distintos" (1998:28).

Por tanto, en la evolución de la función financiera de la empresa se suelen distinguir, habitualmente, dos enfoques, el enfoque tradicional y el enfoque moderno². El planteamiento conjunto de los aspectos económico-financieros es lo que delimita la concepción de las Finanzas anterior y posterior a los años cincuenta (enfoque tradicional y enfoque moderno). Copeland y Weston (1988) señalan que el punto de demarcación histórica entre ambos enfoques se puede situar aproximadamente en 1958, cuando Markowitz y Tobin estaban trabajando en la teoría de carteras y Modigliani y Miller trabajaban en estructura de capital.

Este artículo se estructura como sigue. Tras la introducción, se recoge en la sección segunda las aportaciones realizadas a la Dirección Financiera de la Empresa durante el período conocido como enfoque tradicional, dedicándose la sección tercera al período

¹ Para realizar la revisión histórica de la Dirección Financiera de la Empresa hay que situarse en Estados Unidos, en la época indicada, ya que la mayoría de las teorías financieras han sido desarrolladas por autores estadounidenses, los cuales se han visto influidos por el entorno económico de su país.

² Weston y Brigham (1994) al distinguir entre la etapa tradicional y la etapa moderna de la función financiera de la empresa, relacionan ambas, con la empresa industrial; el desarrollo industrial ha tenido y tiene una gran influencia en la Economía Financiera de la Empresa.

conocido como enfoque moderno, en el cuál se encuentra actualmente la Economía Financiera de la Empresa.

2. EL ENFOQUE TRADICIONAL DE LA FUNCIÓN FINANCIERA

El *enfoque tradicional* de la función financiera se sitúa desde principios del siglo XX hasta mediados de dicho siglo, y recoge el nacimiento del interés que despierta en los países industrializados el estudio de la función financiera de la empresa, que viene condicionado por toda una serie de acontecimientos que estaban modificando el panorama económico.

A comienzos del siglo XX, los procesos de fusión y consolidación de empresas estadounidenses que acabaron con el fin de conseguir empresas de mayores dimensiones, despertaron el interés por los mercados de capitales (debido a la gran cantidad de activos financieros emitidos por las nuevas empresas resultantes con el fin de financiar su expansión) y, en general, por los problemas financieros de la empresa que en esta etapa quedaban limitados a la obtención de los fondos necesarios, en la forma más económica posible. Se puede entender que ante el desarrollo industrial que se vivía en esos años, "el problema empresarial más acuciante era conseguir capital para la expansión de la empresa" (Soldevilla García, 1990:110).

El objetivo de las Finanzas empresariales se limitaba a explicar y describir instituciones, medios y técnicas que permitieran obtener fondos, fundamentalmente, a largo plazo, dentro de una Economía que crecía en complejidad. No se dedicaba atención a las decisiones de inversión sino, únicamente, a las decisiones de financiación, pues a las empresas se le presentaban numerosas oportunidades de inversión rentables, existiendo un nivel bajo de competencia.

Esta etapa ve la aparición de los primeros libros en Finanzas, entre los que destacan la obra de T. L. Greene, *Corporation Finance* publicada en 1897, y la de Arthur S. Dewing, *Corporate Promotions and Reorganizations* publicada en 1914, que es considerada una obra clásica de Finanzas. En esta obra se recogen los hechos que provocaron las fusiones y concentraciones de empresas (en Estados Unidos) a principios de la década de 1900, señalando que una de las causas fundamentales del fracaso de ciertas empresas era su inadecuada estructura financiera; asimismo, expone que las empresas con muchas deudas están en una situación más desfavorable que las empresas poco endeudadas, y que una política excesiva de dividendos puede poner en peligro la supervivencia de la empresa, en especial, en las empresas muy endeudadas.

Este autor inició el estudio de dos temas fundamentales en Dirección Financiera de la Empresa como son la búsqueda de una estructura financiera óptima y la práctica de una política de dividendos adecuada. Dewing, seis años después, publicó otra obra, con el título *The*

Financial Policy of Corporations, que es considerada el texto representativo del enfoque tradicional, en la que se tratan temas financieros relacionados con acciones y bonos, promoción de empresas, administración de los ingresos, expansión y fracaso empresarial. Las críticas a la obra de este autor van dirigidas, fundamentalmente, a la carencia en su análisis de ciertos temas relacionados con el activo de la empresa. También, es de mención la obra de C. W. Gersterberg, publicada en 1924 con el título *Financial Organization and Management of Business*, que responde, igual que la obra de Dewing, al enfoque tradicional. Gersterberg precisa en su obra, que la misma está dedicada a estudiar cómo conseguir fondos para la empresa, cómo usarlos y cómo distribuir beneficios, sin olvidar las dificultades a las que se enfrentan las empresas con problemas financieros o las que tienen pérdidas; asimismo, da una importancia destacable al fondo de maniobra.

Además de estos manuales, también en esta época que denominamos enfoque tradicional, es de reseñar las ideas que se originan desde la teoría económica, campo desde el cual se han realizado notables aportaciones al pensamiento económico. Entre ellas, cabe destacar el trabajo de Fisher (1907, 1930) sobre los tipos de interés, que abrió el camino para solucionar el problema de la inversión.

En esta época destaca también la obra de Williams, publicada en 1938 bajo el título *The Theory of Investment Value*, donde se define el valor de una acción como el flujo actualizado de dividendos. Williams formuló el "principio de conservación del valor de la inversión", que constituye una de las ideas fundamentales en Finanzas: el valor de una empresa en su conjunto es el valor actual de la corriente de renta que genere en el futuro. Este autor realizó otras aportaciones, adelantando ideas que luego se han convertido en trascendentes al ser reelaboradas por otros autores. Tal es el caso del modelo de dividendos con crecimiento constante (modelo de Gordon-Shapiro de 1956) o la tesis de irrelevancia de la estructura financiera de Modigliani y Miller de 1958.

Retomando el desarrollo histórico, la década de los años veinte trajo consigo importantes innovaciones tecnológicas que produjeron el nacimiento de nuevas industrias y, en general, un florecimiento de la actividad empresarial, que aumentó el interés por los mercados financieros como fuente de financiación. Para la empresa, en estos años, el problema fundamental era vender la producción, con lo que el centro de atención era el área de marketing, no el área financiera. Pero la crisis de superproducción de 1929 provocó que muchas empresas quebraran, con lo cual la principal preocupación se tornó en disponer de recursos financieros suficientes para hacer frente a los pagos (la liquidez). La crisis del 29 obligó a intensificar el estudio de las Finanzas desde una vertiente defensiva; las circunstancias obligan a mantener posturas conservadoras y estructuras financieras sólidas, los estudios se centraron más en medidas financieras de super-

vivencia que de expansión. Los estudios descriptivos sobre quiebras, suspensiones de pagos, liquidez y mercados financieros volvieron a tomar importancia³.

Tales estudios volvieron a colocarse en un primer plano tras la Segunda Guerra Mundial, pues las empresas volvieron a enfrentarse, una vez más, a fuertes dificultades financieras. En estos años, especialmente, en Estados Unidos comienzan las aplicaciones a la empresa de la Investigación Operativa y de la Informática. También, es de destacar que, en esta época, ante la creciente complejidad de la empresa se observa un mayor énfasis en la fase administrativa de planificación y control.

En los años cincuenta se produce una fuerte expansión económica, motivada, fundamentalmente, por el importante cambio tecnológico que tiene lugar. Esto conduce a una reducción de los márgenes de rentabilidad de las industrias maduras, mientras que los márgenes de rentabilidad de las nuevas industrias se movían al alza. Soldevilla García (1990:111) comenta que "las industrias tradicionales cedieron sus puestos de vanguardia a favor de las nuevas industrias innovadoras. La tecnología incrementó la productividad de las segundas en relación con las primeras; y los precios de los productos innovados alcanzaron niveles altos, mientras que los precios de los productos tradicionales se estancaron... La consecuencia fue que los rendimientos internos de las inversiones se diversificaron según el grado de progreso tecnológico alcanzado. Entonces la colocación del dinero se enfrenta al problema de tener que elegir la mejor alternativa de inversión entre las posibles. A partir de aquí los estudios de financiación dejan de ser descriptivos y empiezan a adquirir el contenido analítico actual".

Ante este nuevo entorno económico, el enfoque tradicional se mostró incapaz de atender las exigencias que planteaba la empresa, dando lugar al nacimiento del enfoque moderno que se desarrolló a finales de los años cincuenta.

En resumen, el enfoque tradicional adolecía de los siguientes defectos (Suárez Suárez, 1998:34-35):

1. Contemplaba a la empresa "desde fuera" y no "por dentro" como una verdadera estructura con sus relaciones e interdependencias. Únicamente, se prestaba atención a las empresas que revestían la forma de sociedades anónimas, y aunque ésta es la forma jurídica de empresa más usual no es la única. Se insistía demasiado sobre cuestiones que eran infrecuentes durante la vida de la empresa como las absorciones, fusiones, reorganizaciones, etc.
2. Se prestaba únicamente atención a la financiación a largo plazo. Modernamente, se considera que además es preciso tener en cuenta los problemas financieros a corto plazo.
3. Los manuales existentes eran fundamentalmente descriptivos, ocupándose, mayoritariamente, de las formas de financiación y de las instituciones

financieras, olvidando los métodos analíticos que permitieran adoptar las decisiones financieras racionalmente.

4. No se prestaba atención al uso de los recursos financieros en el seno de la empresa, ni tampoco a los criterios de asignación utilizados.

3. EL ENFOQUE MODERNO DE LA FUNCIÓN FINANCIERA

La situación económica de finales de la década de los cincuenta y principios de los sesenta, caracterizada por una fuerte reducción de los márgenes de beneficio de las industrias tradicionales, motivó que se produjeran importantes cambios en el campo de la financiación de la empresa; que, por otro lado, y hasta ese momento, sólo se ocupaba de la tarea de búsqueda de los recursos financieros necesarios. Suárez Suárez (1998:32) resume en cinco puntos dichos cambios en la financiación empresarial:

1. La función del gerente financiero ya no se limita, únicamente, a la obtención de recursos financieros, sino que se amplía sus responsabilidades con la tarea de la asignación de tales recursos. Esto les obliga a tener que buscar proyectos de inversión rentables, con lo cual, los estudios sobre el presupuesto de capital adquieren especial relevancia.
2. Los estudios sobre el presupuesto de capital hacen surgir la necesidad de investigaciones en torno al coste de capital. Pues, los métodos para valorar y seleccionar proyectos de inversión (como el valor actual neto) requieren una tasa de actualización consistente no sometida al arbitrio de un mercado financiero altamente imperfecto.
3. Las investigaciones sobre el coste del capital han traído a un primer plano el problema de la estructura financiera óptima. Ésta está estrechamente vinculada al coste del capital, pues la tasa de retorno requerida o coste de capital será diferente según la estructura financiera que se adopte.
4. La disminución de los beneficios en la industria tradicional lleva a los gerentes financieros a que se preocupen no sólo por la rentabilidad sino también por la liquidez. El análisis financiero experimenta en esta época un nuevo empuje. Así como el análisis del fondo de rotación o estudio de la solvencia a largo plazo de la empresa, el análisis de la tesoro-

³ A consecuencia de la crisis de los años treinta, las regulaciones de los gobiernos sobre el mercado de valores aumentan, lo que trajo un mayor control del mercado y de la emisión y transmisión de los activos financieros (por ejemplo, se crea la Security Exchange Comisión, SEC). Pero, también, aumentó la información a los inversores con el fin de protegerles de las quiebras.

rería o estudio de la solvencia a corto plazo, etc. En los años cincuenta la gestión financiera de la tesorería empezó a ser un componente de estudio más en los textos de financiación, convirtiéndose en una herramienta fundamental en las empresas⁴.

5. La política de dividendos, en cuanto que está estrechamente vinculada al análisis del cash flow o tesorería y a las investigaciones sobre estructura financiera óptima y coste de capital, también experimenta un importante avance.

Por tanto, es realmente a finales de los años cincuenta cuando comienza el estudio analítico de las Finanzas, pues hasta ese momento el estudio de esta disciplina era meramente descriptivo e institucional. Hasta esos años, la Teoría Financiera estuvo plagada de inconsistencias lógicas, además de ser totalmente prescriptiva, esto es, orientada normativamente.

Con el comienzo del enfoque moderno, los métodos y técnicas analíticas tradicionales en el análisis económico empiezan a ser utilizados para resolver problemas financieros. Posteriormente, esta evolución viene acompañada de un cambio en la literatura financiera al pasar de preocuparse por cuestiones normativas como ¿cuáles deben ser las políticas de inversión, financiación y dividendos?, para dirigirse hacia teorías positivas que plantean cuestiones como ¿cuáles son los efectos de políticas alternativas sobre el valor de la empresa?. Este giro en la investigación es necesario para ofrecer la base científica necesaria para la formación y análisis de las decisiones de la empresa (Jensen y Smith, 1984).

Al ampliarse las responsabilidades de la Dirección Financiera, que pasó de ocuparse, únicamente, de la obtención de recursos financieros en las mejores condiciones posibles, a ser también responsable de la utilización efectiva de los mismos, planteó la necesidad de contar con un criterio racional de aceptación y rechazo de los proyectos de inversión a la hora de asignar eficientemente el presupuesto de capital. Durante la segunda mitad de los años cincuenta se desarrollan nuevos métodos y técnicas para la selección de proyectos de inversión, comenzando así a fraguarse una auténtica teoría para la asignación eficiente de los recursos financieros dentro de la empresa. "Era el inicio de un nuevo planteamiento financiero caracterizado por un enfoque analítico de la toma de decisiones, con especial interés en el análisis del valor" (Fernández Álvarez, 1994:92-93). Realmente, es en los años 60 y 70 en los que se desarrolla la moderna Economía Financiera de la Empresa; para muchos autores, tras la crisis de la energía en 1973, la Economía Financiera de la Empresa experimentó una notable expansión y profundización.

Como resultado de estos profundos cambios, los responsables financieros comenzaron a preguntarse cómo era valorada la empresa por sus inversores y acreedores, y cómo influía una determinada decisión sobre sus respectivas valoraciones. Esta preocupación por el

análisis del valor desembocó en una evaluación crítica de la estructura de capital y de la decisión de dividendos de la empresa en relación con su valoración global (Fernández Álvarez, 1994:93).

Una obra representativa de las nuevas tendencias que trae consigo el enfoque moderno, es la publicada en 1963 por Ezra Solomon con el título *The Theory of Financial Management*, donde este autor comenta, entre otros aspectos, la importancia que a lo largo del siglo XX va tomando la Dirección Financiera de la Empresa.

Esta disciplina ha recibido sus contribuciones fundamentales dentro de la etapa denominada enfoque moderno, presentándose a continuación las más destacadas.

Al ampliarse las responsabilidades de la Dirección Financiera de la Empresa a los problemas de inversión se hace necesario resolver una cuestión fundamental como es, la determinación de la rentabilidad de una inversión, con el fin de conocer si la misma debe ser aceptada o rechazada. Esta preocupación, según Suárez Suárez (1998:45), es un problema "tan antiguo como la propia historia de la Ciencia Económica". Prieto Pérez (1973:15) afirma que, la teoría de la inversión no aparece hasta que Erich Schneider publica en 1944, su obra *Teoría de la Inversión*. Esta obra es considerada como el primer estudio de las decisiones de inversión, y recoge los modelos de decisión de inversiones más importantes que existían hasta ese momento⁵. En esta obra se considera que las variables que definen la inversión son conocidas con certeza, no analizando la incertidumbre. Tampoco se tienen en cuenta los problemas de financiación de la empresa, y se ha de esperar a la publicación de la obra de Joel Dean en 1951, titulada *Capital Budgeting*, para encontrar el primer estudio conjunto de los problemas de inversión y financiación, iniciándose así, como señala Suárez Suárez (1998:45) la tendencia vigente en la actualidad; además, esta obra introduce por primera vez las limitaciones de recursos financieros en la selección de proyectos de inversión⁶. Pero esta última cuestión, serán los modelos de programación de inversiones desarrollados, posteriormente, por autores como Lorie y Savage (1955) y Weingartner (1966a, 1966b), los que la resolverán de forma más satisfactoria. Estos modelos hacen uso de la programación lineal y la programación dinámica.

⁴ En este sentido, Soldevilla García (1990:113) destaca el trabajo de Aigner y Sprenkle publicado en 1973 con el título *On Optimal Financing of Cyclical Cash Needs*.

⁵ Concretamente, expone el criterio del valor actual neto y la tasa interna de rendimiento. Este autor fue el que acuñó el término valor capital en su obra de 1944, aunque considera que el autor de este modelo es Irving Fisher.

⁶ En 1951, Friedrich Lutz y Vera Lutz en su obra *Theory of Investment of the Firm*, introducen la incertidumbre en el análisis de inversiones, pero siguen centrándose sólo en los problemas de inversión, sin considerar los de financiación.

Otro avance importante en el estudio de las decisiones de inversión fue el análisis de las inversiones bajo condiciones de riesgo e incertidumbre. Los estudios en esta línea fueron iniciados, fundamentalmente, con los trabajos de Hillier (1963), Hertz (1964) y Magee (1964a, 1964b); con sus aportaciones comenzó la denominada teoría tradicional de la inversión en condiciones de riesgo. Estos autores trataban el riesgo mediante la utilización de la desviación típica del valor actual neto, las técnicas de simulación y los árboles de decisión, respectivamente. También en estos años, sobresalen las aportaciones de Teichroew, Robichek y Montalbano (1965), que plantearon y resolvieron los problemas de la inconsistencia de la tasa interna de rendimiento en proyectos de inversión mixtos, en los que se combina inversión y financiación.

Paralelamente a esta teoría, se desarrolló el análisis del coste de capital de la empresa como tasa de actualización adecuada en un mercado de capitales imperfecto. Además, la preocupación de los directores financieros acerca de cómo era valorada la empresa por sus inversores y acreedores, produjo que se comenzara a estudiar temas relacionados con la estructura de capital, la política de dividendos, y el efecto que tenían determinadas decisiones sobre el valor de la empresa. De hecho, una de las características de los años sesenta es que comienza a centrarse la atención en todas aquellas decisiones relacionadas con la elección de los activos y pasivos necesarios para maximizar el valor de la empresa.

En esta línea, destacan los trabajos de Modigliani y Miller publicados entre 1958 y 1963 en los que demostraban (en mercados perfectos) la irrelevancia de las políticas de endeudamiento y de dividendos en la valoración de la empresa, y, en consecuencia, la separación entre las decisiones de inversión y financiación. Estos trabajos supusieron un avance fundamental en el análisis de la función financiera de la empresa, pero también fueron objeto de duras críticas⁷.

Vinculado al tema de los dividendos, aparece en 1956 de la mano de Gordon y Shapiro, el modelo de valoración con dividendos crecientes, modelo que es conocido con el nombre de sus autores (modelo de Gordon-Shapiro). También, Miller y Modigliani (1961) tienen un importante trabajo en relación a la política de dividendos de la empresa. De hecho, se distinguen dos escuelas de pensamiento en relación a la problemática de si la política de dividendos de la empresa afecta al precio de mercado de las acciones. Una escuela encabezada por Miller y Modigliani que argumentan que dicha política no afecta al valor de mercado de la empresa, y otra, encabezada por Gordon que considera que tal política sí tiene efecto sobre el valor de la empresa.

Una aportación de gran relevancia para las Finanzas se produjo con el surgimiento de la teoría de selección de carteras y su aplicación a la Dirección Financiera de la Empresa, por ejemplo, para la selección de inversiones en ambiente de riesgo. Esta teoría surgió con la publicación

por Markowitz en 1952 de su artículo Portfolio Selection. Posteriormente, fue desarrollada y perfeccionada por Tobin (1958) y el propio Markowitz (1959), sentando las bases para posteriores avances dentro de la Economía Financiera.

Así, en 1970 surge otra materia fundamental de la Teoría Financiera moderna como es la teoría de la eficiencia de los mercados formalizada por Fama. El problema a estudiar es si los precios de los valores reflejan adecuadamente toda la información disponible, cuando esto sucede se dice que el mercado es eficiente. Se debe a Roberts (1967) la distinción de tres niveles de eficiencia del mercado, débil, semifuerte y fuerte.

La teoría de carteras, también, constituyó la base sobre la que autores como Treynor (1961), Sharpe (1964), Lintner (1965) y Mossin (1966) trabajaron para extrapolar al conjunto del mercado el comportamiento racional del inversor con el propósito de explicar el funcionamiento del mercado financiero y la formación del precio de equilibrio de los activos financieros. De este modo, desarrollaron el modelo CAPM (modelo de precios de equilibrio de los activos financieros). Este modelo mostró que una parte del riesgo de la empresa no es relevante para los accionistas, siempre que dicho riesgo pueda ser diversificado a través de la formación de una cartera. Su simplicidad e idoneidad como instrumento analítico pronto le hicieron revelarse como un modelo adecuado para la evaluación de las decisiones financieras de la empresa en mercados imperfectos. El CAPM es considerado una prolongación natural del modelo de mercado propuesto en 1963 por Sharpe⁸.

El CAPM sufrió importantes ataques dirigidos principalmente a los problemas que surgen a la hora de sus contrastes empíricos y a la hipótesis de eficiencia de la cartera de mercado. Como modelo alternativo para activos ar-

⁷ Brealey y Myers (1998:718) comentan que, por supuesto las proposiciones de Miller y Modigliani no son la respuesta a tales cuestiones "pero nos dice donde buscar las razones por las que las decisiones de estructura de capital pueden tener importancia".

⁸ Febrero (1991:63,76) considera que la moderna Teoría Financiera nace, precisamente, de las contribuciones de Tobin, Modigliani, Markowitz, Sharpe y Miller, afirmando que la concesión en 1990 del Premio Nobel de Economía a los tres últimos autores citados (los dos primeros ya lo habían obtenido), supone "un respaldo formal al enfoque que desde la década de los cincuenta domina en la literatura financiera... Los Nobel de Economía de 1990 suponen un reconocimiento del carácter de disciplina económica de la moderna teoría financiera... Los nuevos Nobel vienen a significar la consolidación de una nueva zona científica dentro de la Economía en la que el concepto clave es el estudio *económico* de los *mercados de capitales*". Además, señala que la concesión del Nobel a dichos autores puede ser considerada como la "esperada oca-

riesgados, Ross (1976) propone el APT (teoría de valoración por arbitraje), que cuenta en el ámbito financiero con una relevancia comparable a la del CAPM. Pero, a pesar de todas las críticas de que ha sido objeto, el CAPM ha supuesto un enorme avance en las Finanzas.

Una aportación de gran relevancia de la década de los 70 es la teoría del precio de las opciones y el modelo de valoración de opciones, cuyos precursores más importantes son Merton (1973) y Black y Scholes (1973). Este modelo permite el tratamiento en términos de opciones de cuestiones como la estructura de capital de la empresa, la inclinación de los prestamistas a limitar el endeudamiento o la valoración de los títulos de una empresa. Uno de los últimos avances en este campo es la aplicación de esta teoría a inversiones productivas (opciones reales).

En los años setenta, también se producen otras aportaciones igualmente destacables, entre las que cabe citar las producidas en el campo del reconocimiento de imperfecciones en los mercados financieros como los impuestos y la información asimétrica.

Por otro lado, en esta década se publica el trabajo de Jensen y Meckling (1976) considerados como los precursores de la teoría de la agencia. Esta teoría estudia el conflicto de intereses que surge entre directivos e inversores (accionistas externos y obligacionistas, consecuencia de la separación entre propiedad y control) y, por otro lado, entre accionistas y obligacionistas. En el marco conceptual de esta teoría, la estructura de capital de la empresa se contempla como un conjunto de contratos financieros. A lo largo de los años, han sido numerosos los estudios que han analizado el impacto de este conflicto en las decisiones financieras de la empresa.

Akerlof (1970), Spence (1973) y Stiglitz (1981, 1986, 1992)⁹ fueron los autores que sentaron las bases de la llamada teoría general de los mercados con asimetrías de información. Esta teoría ha dado lugar a la moderna economía de la información, la cual tiene importantes aplicaciones en casi todos los campos de la Economía. Los mencionados autores, a través de sus trabajos, pusieron de manifiesto las consecuencias tan relevantes que trae consigo la existencia de asimetrías de información en los mercados (selección adversa, riesgo moral, etc.).

En esta misma línea, es de señalar que Spence (1973) identificó una posible forma de disminuir o mitigar las asimetrías informativas a través de la señalización. Ésta consiste en que el agente mejor informado lleve a cabo acciones costosas y no imitables que le permitan transmitir información creíble al agente menos informado, como por ejemplo, la utilización de los dividendos o de la deuda por parte de la empresa con el fin de "señalizar" su situación económico-financiera al mercado. La teoría de señales ha recibido importantes contribuciones, más vinculadas a la vida de la empresa, de autores como Leland y Pyle (1977), Ross (1977), Myers y Majluf (1984), entre otros. En sus estudios, estos autores, demuestran cómo la estructura de capital de una empresa proporciona

"señales" al mercado acerca de la situación económico-financiera de la firma. Además de la estructura de capital, distintos estudios han puesto de manifiesto que los directivos pueden utilizar otro tipo de señales con el objeto de disminuir las asimetrías de información en los mercados como, por ejemplo, los dividendos. En los últimos años son numerosos los estudios que demuestran la validez de las decisiones financieras de la empresa como señales.

En la década de los años ochenta, se realizan importantes avances en el campo de la valoración de las empresas, ampliándose el análisis para incluir cuestiones como la inflación y sus efectos sobre los tipos de interés y sobre las decisiones de las empresas. Es una época marcada por la desregulación de las instituciones financieras, el incremento de la importancia de los mercados globales y el notorio incremento del empleo de ordenadores tanto para la transferencia electrónica de información como para el análisis de las decisiones financieras y de su efecto.

En estos años, destacan trabajos como el de Jalilvand y Harris (1984), en el que se pone de manifiesto que las imperfecciones del mercado pueden implicar una interdependencia entre las decisiones de inversión, financiación y dividendos, conclusión corroborada por numerosos estudios posteriores.

En los años noventa, la Economía Financiera de la Empresa se ve influida de forma destacada por las importantes innovaciones tecnológicas producidas, y por una continua desregularización y globalización de las empresas y de los mercados financieros; siendo un amplio elenco de autores los que siguen haciendo contribuciones al desarrollo de esta disciplina.

La incidencia de la información asimétrica, la señalización y los problemas de agencia y de contratación incompleta son considerados por muchos autores como un nuevo cuerpo teórico de una gran importancia en el campo de la Dirección Financiera de la Empresa. En este sentido, Azofra Palenzuela y Fernández Álvarez (1991:4-5) señalan que "las tendencias más recientes giran en torno a las aportaciones de la nueva economía institucional, en especial por lo que se refiere a la resolución de los conflictos de intereses entre los distintos agentes implicados en el valor de la empresa, así como a la incidencia de la asimetría de la información entre los mismos y el impacto de la teoría de señales sobre las decisiones financieras individuales y de la empresa. En el marco conceptual de este nuevo enfoque, la estructura de capital de la empresa se contempla como un conjunto de contratos

sión para el merecido reconocimiento del status que a la literatura financiera le corresponde como parte del acervo cultural común del economista" (p. 63).

⁹ Estos tres autores fueron galardonados con el Nobel de Economía en 2001, por sus importantes contribuciones a la Teoría Financiera. Un reconocimiento más para esta disciplina.

financieros, y la participación de los accionistas en la propiedad de la empresa es, como la empresa misma, una ficción legal. Bajo este planteamiento, las relaciones contractuales que se establecen entre los obligacionistas y los accionistas internos y externos a la dirección de la empresa se interpretan como relaciones de agencia y la separación entre propiedad y control como una manifestación del problema principal-agente. El análisis de los factores que determinan la forma contractual de equilibrio entre la dirección y los aportantes de fondos a la empresa sienta las bases para la construcción de una nueva teoría de la estructura de propiedad/capital de la empresa".

A medida que nos adentremos en el nuevo siglo, "las fusiones y adquisiciones serán aún una parte importante del mundo financiero. Sin embargo, las tendencias más importantes que se espera que continúen durante la siguiente década o durante un período similar son: 1) la continua globalización de los negocios; 2) un mayor incremento del uso de la tecnología electrónica, especialmente la relacionada con la generación y el desplazamiento de la información, y 3) la actitud regulatoria del gobierno" (Besley y Brigham, 2000:6).

BIBLIOGRAFIA

Akerlof, G. (1970): "The Market for "lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, nº 84, pp. 488-500.

Azofra Palenzuela, V. y Fernández Álvarez, A. I. (1991): "Evolución reciente de la moderna teoría financiera", *V Congreso de la AEDEM*, junio, La Coruña.

Besley, S. y Brigham, E. F. (2000): *Fundamentos de administración financiera*, 12ª edición, McGraw Hill, México.

Black, F. y Scholes, M. (1973): "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", *Journal of Political Economy*, mayo-junio, pp. 637-654.

Brealey, R. A. y Myers, S. C. (1998): *Fundamentos de financiación empresarial*, 5ª edición, McGraw Hill, México.

Copeland, T. E. y Weston, J. F. (1988): *Financial Theory and Corporate Policy*, Addison-Wesley.

Febrero, R. (1991): "Markowitz, Sharpe y Miller o el reconocimiento de las finanzas como disciplina económica. Reflexiones introductorias", *Información Comercial Española*, nº 689, enero, pp. 63-81.

Fernández Álvarez, A. I. (dir.) (1994): *Introducción a las finanzas*, Civitas, Madrid.

Fisher, I. (1907): *The Rate of Interest*, Mcmillan, New York.

Fisher, I. (1930): *The Theory of Interest*, Augustus M. Kelley Publishers, New York.

Gordon, M. J. y Shapiro, E. (1956): "Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit", *Management Science*, octubre, pp. 102-110.

Hertz, D. (1964): "Risk Analysis in Capital

Investments", *Harvard Business Review*, enero-febrero, pp. 95-106.

Hillier, F. (1963): "The Derivation of Probabilistic: Information for the Evaluation of Risky Investment", *Management Science*, abril, pp. 442-457.

Jalilvand, A. y Harris, R. S. (1984): "Corporate Behaviour in Adjusting Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study", *Journal of Finance*, vol. 34, nº 1, pp. 127-145.

Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (1976): "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownerships Structure", *The Journal of Financial Economics*, octubre, pp. 305-360.

Jensen, M. C. y Smith, C. W. (1984): *The Modern Theory of Corporate Finance*, McGraw Hill, series in Finance.

Leland, H. y Pyle, D. (1977): "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation", *Journal of Finance*, pp. 371-388.

Lintner, J. (1965): "The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", *Review of Economics and Statistics*, febrero, pp. 13-37.

Lorie, J. H. y Savage, L. J. (1955): "Three Problems in Rationing Capital", *Journal of Business*, pp. 229-239.

Magee, J. (1964a): "Decision Trees for Decision Making", *Harvard Business Review*, julio-agosto, pp. 126-138.

Magee, J. (1964b): "How to Use Decision Trees in Capital Investment", *Harvard Business Review*, septiembre-octubre, pp. 79-96.

Markowitz, H. (1952): "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, marzo, pp. 77-91.

Markowitz, H. (1959): *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, John Wiley and Sons, New York.

Merton, R. C. (1973): "Theory of Rational Option Pricing", *Journal of Finance*, marzo, pp. 77-91.

Miller, M. H. y Modigliani, F. (1961): "Dividend Policy, Growth and the Evaluation of Shares", *Journal of Business*, pp. 411-433.

Modigliani, F. y Miller, M. H. (1958): "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, junio, pp. 261-297.

Modigliani, F. y Miller, M. H. (1963): "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, junio, pp. 433-443.

Mossin, J. (1966): "Equilibrium in a Capital Asset Market", *Econometrica*, pp. 768-783.

Myers, S. y Majluf, N. (1984): "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have", *Journal of Financial Economics*, pp. 187-221.

Prieto Pérez, E. (1973): *Teoría de la inversión*, ICE, Madrid.

Roberts, H. V. (1967): "Statistical versus Clinical Prediction of the Stock Market", *Center for Research in Security Prices*, University of Chicago.

Ross, S. A. (1976): "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing", *Journal of Economy Theory*, diciembre, pp. 341-360.

Ross, S. A. (1977): "The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach", *Bell Journal of Economics*, pp. 23-40.

Sharpe, W. F. (1963): "A Simplified Model for Portfolio Analysis", *Management Science*, enero, pp. 277-293.

Sharpe, W. F. (1964): "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", *Journal of Finance*, septiembre, pp. 425-442.

Soldevilla García, E. (1990): "Evolución del estudio de las finanzas", *Revista de Economía y Empresa*, vol. 10, nº 27/28, pp. 109-116.

Spence, C. (1973): "Job Market Signalling", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 87, pp. 355-374.

Stiglitz, J. E. y Weiss, A. (1981): "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, vol. 71, nº 3, junio, pp. 393-410.

Stiglitz, J. E. y Weiss, A. (1986): "Credit Rationing

and Collateral", en *Recent Developments in Corporate Finance*, Jeremy Edwards, Julian Franks, Colin Mayer y Stephen Schaefer (ed.), Cambridge University Press, New York, pp. 101-135.

Stiglitz, J. E. y Weiss, A. (1992): "Asymmetric Information in Credit Markets and its Implications for Macro-economics", *Oxford Economic Papers*, vol. 44, pp. 694-724.

Suárez Suárez, A. S. (1998): *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, Pirámide, Madrid.

Teichroew, D.; Robichek, A. y Montalbano, M. (1965): "Analysis of Criteria for Investment and Financing Decisions under Certainty", *Management Science*, noviembre, pp. 151-179.

Weingartner, H. M. (1966a): "Capital Budgeting of Interrelated Projects: Survey and Synthesis", *Management Science*, vol. 12, nº 7, marzo, pp. 485-516.

Weingartner, H. M. (1966b): *Mathematical Programming and the Analysis of Capital Budgeting Problems*, Prentice-Hall, New York.

Weston, J. F. y Brigham, E. F. (1994): *Fundamentos de administración financiera*, 10ª edición, MacGraw Hill, México.

NOTICIA

Por iniciativa da Escola Superior de Tecnologia do Mar de Peniche realizou-se, no passado dia 3 de Abril, uma conferência sobre a "Contabilidade em Portugal - As novas exigências da Normalização Contabilística a partir de 2005."

Esta realização teve a parceria da Escola Superior de Tecnologia e Gestão de Leiria e da Associação Portuguesa de Peritos Contabilísticos.

Teve larga assistência de interessados e decorreu no Auditório da ESTG, na cidade de Leiria.

BIBLIOGRAFIA

IVA - IMPOSTO SOBRE O VALOR ACRESCENTADO

O Dr. Emanuel Vidal de Lima, Economista da D.G.C.I., brilhante autor de obras sobre impostos, licenciado em Economia, pela Faculdade de Economia do Porto, pós-graduado em estudos Europeus, pela Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra, exercendo docência nas disciplinas de Fiscalidade na Universidade Lusíada

do Porto e no ISAG, na área de Fiscalidade, enriqueceu novamente a literatura técnica apresentando a 9ª edição sobre o IVA, totalmente revista e actualizada - assunto tão complexo, como é o do Imposto sobre o Valor Acrescentado.

Dividiu por quatro partes e ao longo de 1492 páginas, e como é seu hábito num bem organizado índice.

Como é de admitir, é um trabalho no qual se encontram múltiplos casos em que além de enriquecerem esta obra, os leitores encontrarão sempre respostas e esclarecimentos aos problemas técnico-fiscais que no dia a dia invadem a profissão fiscalista neste campo.

Esta obra é tão extensa e a matéria dentro do tema é tão completa que não nos é possível fazer-lhe referencial mais longo, o que só se poderá conhecer na análise da obra em si, com a certeza de nela se encontrar, como já atrás dissemos, uma riqueza extraordinária.

A edição é de Porto Editora.

Agradecemos ao autor a sua oferta especialmente dedicado ao nosso Director.

J. Lopes Marques