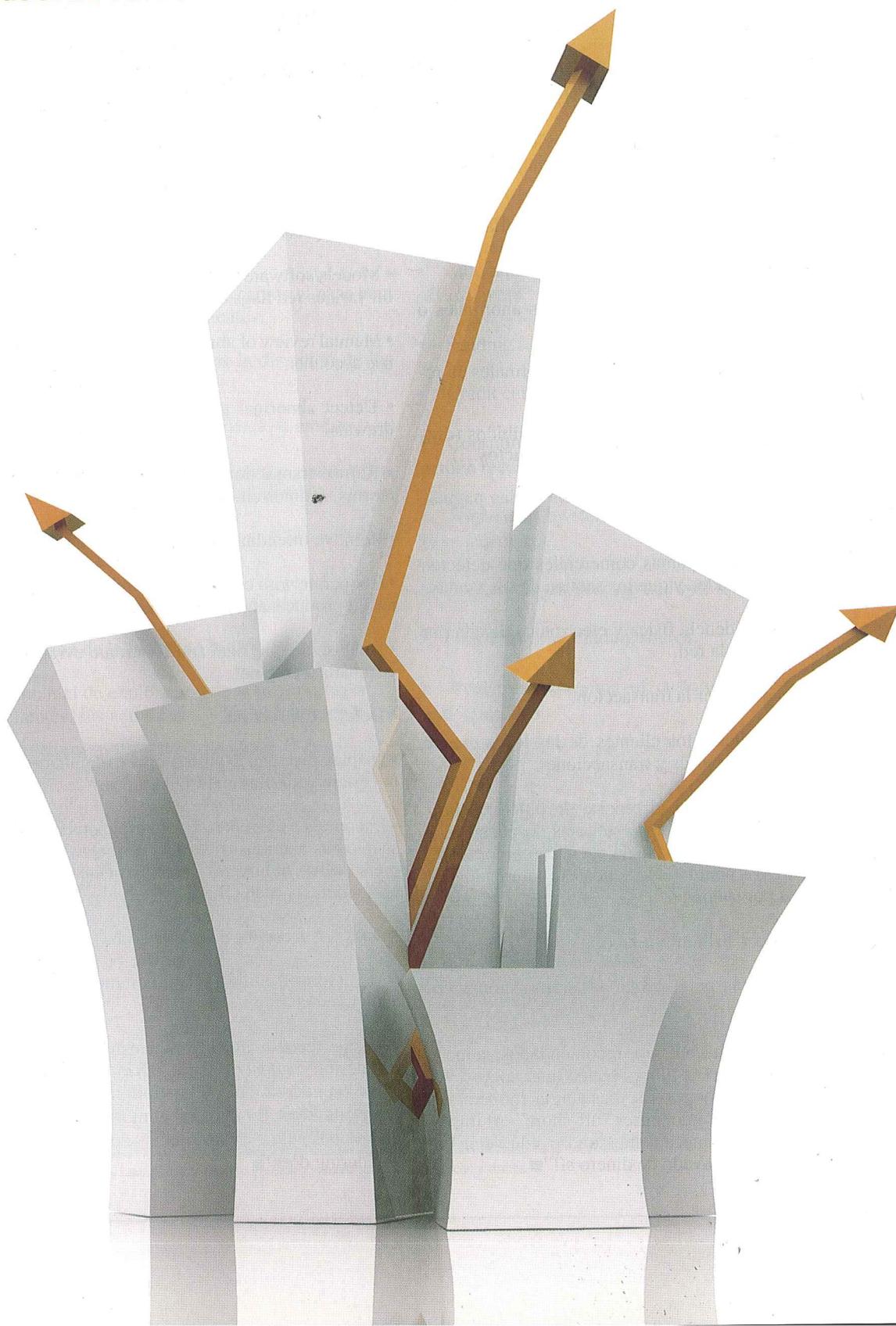


LOS OBJETIVOS DE LA FUNCIÓN FINANCIERA

Eduardo Jaramillo Moscoso.



Cada persona dentro de una compañía busca su interés particular (directivos, trabajadores, prestamistas, accionistas y gobierno). Deben haber acuerdos institucionales que ayuden a coordinar los intereses de los directivos y accionistas.

La meta de la administración financiera consiste en maximizar el valor de la empresa; es decir, la maximización del precio de las acciones. Sin embargo, las empresas deben tener en cuenta los efectos de sus políticas y de sus acciones sobre la sociedad en su conjunto.

Todos los episodios relevantes en la vida de una empresa tienen implicaciones financieras: añadir una nueva línea de producto o reducir la participación de alguna línea ya establecida; ampliar o añadir una planta o cambiar su ubicación, vender nuevos valores adicionales; participar en un contrato de arrendamiento, pagar dividendos y readquirir acciones.

Concepciones de los objetivos de una empresa:

a) Concepción tradicional:
Esta es la concepción dominante de los clásicos de la economía, para los cuales la empresa es una abstracción donde no hay lugar al conflicto, existe plena racionalidad en todos sus miembros y el objetivo de la empresa es único y compartido por todos.

b) Concepción organizacional:
Los autores enmarcados en la Teoría de la Organización entienden que no es cierto que el objetivo de la empresa sea compartido por todos sus integrantes, la empresa está integrada por grupos con diferentes intereses y objetivos. En este sentido es inviable la consideración del objetivo único para la empresa aceptado por todos, el objetivo de la empresa se establecerá a partir de un proceso de negociación entre los diferentes grupos que la integran, colectivos interesados en la empresa: accionistas, gerentes,

trabajadores, clientes, proveedores, recaudadores fiscales, etc., podemos aceptar fácilmente que los objetivos de cada uno de estos grupos no tienen necesariamente que coincidir, los objetivos de accionistas y gerentes no coincidirán. La retribución vía dividendos del accionista disminuye la capacidad de autofinanciación de la empresa mientras que para él supone un concepto de rentabilidad. La separación entre dirección y propiedad en las empresas ha dado lugar, pues, a la aparición de directivos profesionales que actúan como agentes de los propietarios y cuya consigna puede ser "seguridad y crecimiento antes que rentabilidad y riesgo". Para que los directivos actúen según los intereses de los accionistas o propietarios, hay que incurrir en los denominados costos de agencia.

La maximización del beneficio empresarial.

El objetivo de los accionistas es la maximización del beneficio que obtiene la empresa, este objetivo empresarial es el adoptado por los clásicos de la economía y responde al esquema de organización poder-propiedad de una cierta época en la que las figuras de accionistas, propietarios y gerentes coincidían. Críticas: su subjetividad, su relatividad, su temporalidad y, especialmente, en la separación existente entre la propiedad y la toma de decisiones en las modernas empresas subjetividad en su determinación-cuantificación. Como ejemplos podemos citar alteraciones en la política de amortizaciones de la empresa y en la realización de provisiones. En la valoración de los stocks (existen diversos criterios en función de diversas pautas de acción), en la forma de imputación de costos fijos, etc. ¿Cuál es el concepto de beneficio al que estamos haciendo referencia?

a) Beneficios absolutos, es decir, expresados en unidades monetarias: beneficios antes de intereses e impuestos (BAIT) y beneficios antes de impuestos (BAT).

b) Beneficios relativos, establecidos en forma de porcentaje sobre la masa de capitales utilizados, cuando hablamos de maximización de beneficio, nos referimos al corto, medio o largo plazo. Puede no haber una coherencia temporal en la maximización de beneficios, pues al maximizar el del corto plazo no implica necesariamente la optimización del definido para el largo plazo, además siempre es preferible un beneficio cobrado ahora que ese mismo beneficio cobrado en un momento posterior. Dos críticas más al objetivo de la maximización de beneficios:

1. La expresión del mismo no considera la política de dividendos, que resulta como una aplicación de los beneficios,

2. La expresión del mismo no tiene en cuenta el riesgo el accionista minoritario en la empresa, suponiendo el caso general de los títulos que cotizan en bolsa, tiene tres formas de ver materializada la rentabilidad de su inversión a través de las plusvalías establecidas como diferencia entre los valores (cotizaciones) de compra y de venta, a través de los cupones o derechos de suscripción preferente, a través de la distribución de dividendos. La política de dividendos es un elemento importante de información para el accionista ya que tiene un fiel reflejo en la cotización. Respecto al riesgo puede ocurrir que se adopten decisiones empresariales que incrementen el beneficio por acción, pero que por ser muy arriesgadas hagan que los inversores a largo plazo, enemigos del riesgo, estimen menos el valor de la acción, reaccionen contra ese peligro vendiendo acciones y baje la cotización en el mercado.

La maximización del valor de la empresa.

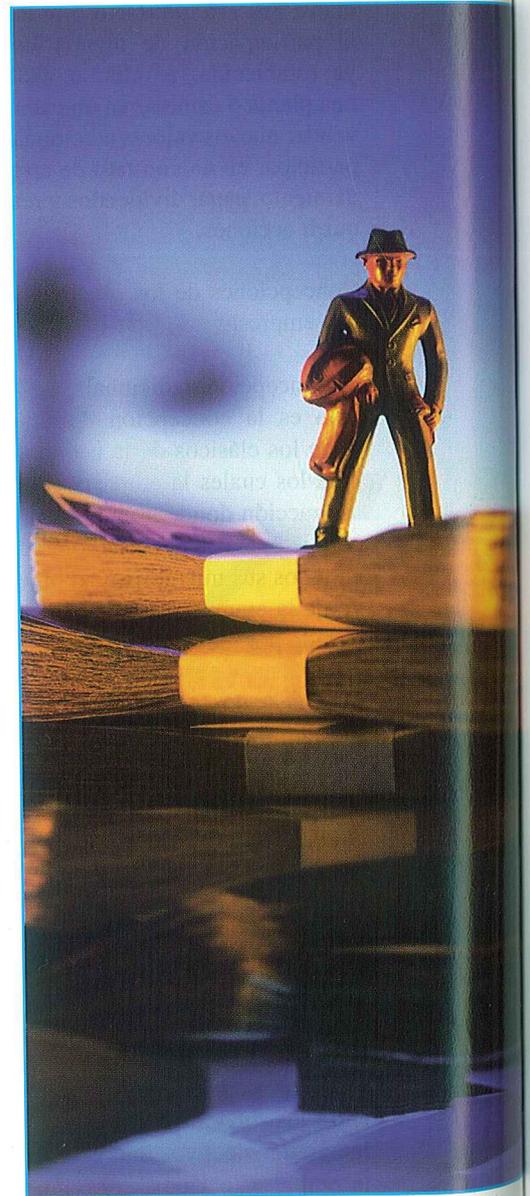
Los normativos apuntan que la empresa debe conseguir el máximo bienestar de los propietarios,

si identificamos la figura de propietario con la de accionista y bienestar con riqueza, el objetivo debe ser maximizar la riqueza del accionista, ¿qué entendemos por riqueza? y ¿cómo hacer operativa su medida? Riqueza del accionista = valor de la empresa en el mercado (cotización de las acciones en bolsa x número de acciones en circulación). Actualmente se puede afirmar que el precio de la acción (o una estimación sustitutiva para las sociedades que no cotizan en bolsa) refleja el valor de la empresa, tal como la ven sus dueños, los accionistas, es un indicador que resume la eficiencia de la empresa y que depende de muchos factores, que pueden resumirse en tres:

- Política de dividendos futuros.
- Grado de riesgo económico.
- Grado de riesgo financiero.

Pero, ¿aceptarán el resto de grupos de la empresa tal objetivo? Los gerentes estarán igualmente interesados en la maximización del valor de la empresa, dicho objetivo podría tener algunas restricciones en la fijación de la estrategia financiera de la empresa (en concreto, en la distribución de los recursos generados por la misma en favor prioritariamente de los accionistas y en detrimento de la autofinanciación empresarial). Los gerentes tendrán un gran interés en el desarrollo del objetivo explicitado, la anterior afirmación es tanto más válida cuanto más parecida es la estructura poder-propiedad a un esquema donde: Existe una clara disociación entre propiedad y control de la empresa, la empresa está admitida a cotización bursátil. La estructura de propiedad de la empresa la compone una gran masa de pequeños accionistas sin ningún interés por el "poder en

la empresa", generalización en el mercado de fenómenos como las adquisiciones hostiles, conocidas popularmente como OPAS. El mercado valora la gestión de la empresa, en tal forma que una sociedad mal gestionada sufre un descuento bursátil, los gestores de la empresa tendrán un interés directo en elevar la cotización de las acciones ya que es una forma de valorar su gestión. Los gestores deben tratar de evitar las compras hostiles en la medida que el éxito de la OPA implica una modificación en la estructura gerencial de la empresa con la posibilidad de sustitución de los antiguos gestores. La posibilidad de una OPA disminuye al considerar el objetivo de maximizar el valor de la empresa, refiriéndonos al resto de agentes en la empresa, mejorarán las condiciones de satisfacción de los objetivos particulares si la empresa se encuentra en fase de crecimiento, lo que se verá favorecido con la maximización del valor de la empresa. Trabajadores, clientes, proveedores, gobierno, etc., encontrarán una condición necesaria para la satisfacción de sus objetivos particulares en el logro del objetivo definido para los propios accionistas, si bien la condición suficiente se materializará en los procesos de negociación que desarrollen. El objetivo propuesto no se ajusta a cierto tipo de organizaciones económicas, como pueden ser las empresas públicas y privadas. Habrá que modificar los objetivos en orden a la consideración de las pautas de acción que las mueven y justifican su actividad. Se trata de comprobar si desde una óptica de aproximación a la lógica del mercado, si todos los objetivos posibles en la función financiera son consistentes.





La empresa:

Toda firma busca maximizar la rentabilidad de sus activos desde el pasivo, las empresas buscarían el minimizar el coste de capital, de forma que la diferencia entre ambos costos permita la maximización de la rentabilidad neta, materializada en reservas, ahora bien, sabemos que la Teoría del Óptimo Financiero no contempla la posibilidad de dotar a reservas, por cuanto que considera que todo el resultado neto es, potencialmente, distribuible vía dividendos. En consecuencia, desde la óptica de la empresa, para el problema de la optimización del pasivo, se pretenderá minimizar el costo de capital, también es lógico que se busque maximizar el valor de la empresa, entendido como valor de mercado de su pasivo: $CP + D$, por cuanto que una cotización elevada de la deuda (D) y del capital propio (CP) permitiría, en el futuro, financiarse ampliamente con costos reducidos.

El inversor:

Entendido según el criterio de Modigliani y Miller, es decir, como elemento tenedor de títulos de ca-

pital propio o ajeno, en idénticas condiciones a las de la empresa. Aunque, en la práctica, el inversor no puede prestar, o endeudarse, en las mismas condiciones que una empresa, busca maximizar tanto el valor de la empresa en el mercado, como el costo de capital. La primera variable incrementaría su patrimonio financiero (cartera de acciones y de deuda) y la segunda su retribución líquida (ya sea a través de dividendos o de intereses).

El accionista:

Entendido como un concepto restringido de inversor, por cuanto que sólo será tenedor de títulos de capital propio, este tipo particular de inversor persigue la maximización de su rentabilidad, como cualquier otro componente del mercado, a través de su retribución y su plusvalía específica. Se trata de maximizar tanto la rentabilidad para el capital propio como el valor de mercado de este capital, pero la distinción entre empresa y accionistas, desde el punto de vista de los objetivos, es más teórica que real. La realidad impone una tendencia al compromiso entre los objetivos de unos y otros, al menos

por lo que al largo plazo se refiere, habría que matizar el concepto de accionista, en el sentido de distinguir entre accionistas con capacidad individual de control y accionistas que no poseen tal capacidad y que, de hecho, son prestamistas de capital (se mueven de la renta fija a la variable, o viceversa, en función de sus conveniencias particulares, respondiendo mejor a lo que hemos denominado como inversores).

LAS FINANZAS MODERNAS.

Enfocando nuestra atención a los subsistemas de inversión y financiación, empezaremos por señalar que la unión de ambos subsistemas, en un cuerpo disciplinar único da lugar a un área de conocimientos comúnmente conocida como Finanzas (término de influencia anglosajona) o Gestión Financiera (término de influencia francesa).

La concepción moderna del término Finanzas abarca tanto las decisiones de activo o inversión como las de pasivo o financiación y ello es debido, sobre todo, al influjo de los normativos americanos, originariamente, se pensaba con el na-

cimiento de la Gestión Financiera, allá por 1.900 que su función era la búsqueda y captación de recursos financieros en el mercado y que ahí terminaba prácticamente su campo de actuación. Posteriormente, los tratados sobre finanzas empresariales abordan temas institucionales como las fusiones y absorciones de empresas que, sobre todo en Norteamérica, habían tenido lugar masivamente a comienzos de siglo. La crisis de los últimos años conduciría, en el campo de las finanzas, a una creciente preocupación por los temas de quiebra, liquidaciones y reorganizaciones, en suma a una atención a los problemas de la crisis financiera empresarial, se producen nuevos acontecimientos económicos que van a servir para fijar, hasta el presente, el enfoque de la disciplina.

El director financiero ya no se limita tan sólo a la obtención de recursos financieros sino que también ha de buscar proyectos de inversión rentables; empieza a investigarse sobre la determinación del costo de capital, lo anterior trae consigo una creciente preocupación por el problema de la estructura financiera óptima de la empresa. La disminución de los

márgenes de beneficio supone preocupación por los problemas de liquidez, solvencia y análisis del cash-flow o tesorería. Estudio de la política de dividendos y su conexión con la estructura financiera óptima y el costo de capital de la empresa. Para Miller y Thompson la concepción tradicional adolece de seis defectos:

- 1.- Contempla la empresa "desde fuera", y no "por dentro" como una verdadera estructura con sus relaciones e interdependencias.
- 2.- Sólo se presta atención a las empresas que revisten la forma de sociedad anónima.
- 3.- La concepción tradicional se centra en acontecimientos infrecuentes en la vida de la empresa: fusiones, absorciones, reorganizaciones, etc.
- 4.- Se presta atención únicamente a la financiación a largo plazo dejando de lado la que se necesita a corto plazo.
- 5.- Los manuales existentes sobre la materia eran descriptivos, ocupándose de las formas de financiación y de las instituciones finan-

ciarias, olvidando los métodos analíticos que permitan la adopción de decisiones por parte **del director financiero**.

6.- No se prestaba atención al uso de los recursos financieros captados por la empresa, ni tampoco a los criterios de asignación utilizados. El enfoque de las finanzas se vuelve más analítico, abandonando la tendencia meramente descriptiva y contemplando a la empresa más bien "desde dentro" que "desde fuera".

Por evidente influencia de los normativos americanos, cuya preponderancia en el desarrollo de la disciplina es abrumadora, la maximización del valor de la empresa, para sus accionistas, es el objetivo propuesto al **director financiero**; es decir, la optimización del valor de mercado de las acciones parece el objetivo más plausible a perseguir, superándose el concepto de la obtención del máximo beneficio o lucro, por otra parte duramente criticado. La moderna administración financiera debe aportar los instrumentos analíticos adecuados para dar respuesta a tres cuestiones básicas:





- 1.- ¿Qué activos debe adquirir la empresa?
- 2.- ¿Qué volumen de activos debe tener la empresa?
- 3.- ¿Cómo debe financiar sus necesidades de capital?

Concluimos con una aceptación muy condicionada del objetivo financiero propuesto por los normativos americanos, advirtiendo que la realidad económica de nuestros países puede hacer primar otros objetivos tales como los de supervivencia o liquidez ante ciertas coyunturas empresariales. Además, debemos admitir también que los gerentes o miembros de la tecnoestructura pueden tener objetivos no coincidentes con los de los propietarios de la sociedad o accionariado, lo que introduciría otro elemento de distorsión en las metas financieras generalmente aceptadas. Es necesaria una referencia al tratamiento del riesgo, una de las notas diferenciales entre las Finanzas clásicas y modernas es la consideración formalizada, por estas últimas, del riesgo financiero y empresarial.

En tiempos más recientes se empieza a producir un importante cambio de tendencia en el mundo de las finanzas, la volatilidad de los tipos de cambio indujo la de los tipos de interés en los mercados más importantes de instrumentos financieros y lo que antes era un sistema relativamente estable de precios o tasas de interés se transformó en algo inestable y difícil de pronosticar en su curso. Habían hecho su aparición, en el panorama de las fi-

nanzas a nivel mundial, los riesgos de tipos de interés y cambiarios. ¿Qué soluciones cabían ante las nuevas contingencias que se presentaban? La respuesta provino del propio mercado, en concreto, de los segmentos más evolucionados del mismo, con la aparición de los denominados productos derivados. El desarrollo de los mercados de futuros y opciones, que comenzaron su andadura en Estados Unidos en la década de los setenta, marcan una nueva senda a recorrer por la teoría de las finanzas.

Los primitivos mercados de futuros sobre materias primas, operativos en Chicago desde mediados del siglo pasado, prestan sus mecanismos de contratación y negociación a los más sofisticados productos financieros y se crean contratos paradigmáticos como los de futuros sobre bonos del Tesoro USA o sobre divisas como contrapartida del dólar. La función de cobertura, de todo tipo de riesgos, parece ser la justificación socioeconómica última de los modernos mercados derivados y así lo han entendido las autoridades financieras y monetarias en el mundo, que han recalado dicho papel a la hora de autorizar esta clase de mercados en nuestro entorno. Pero no puede olvidarse, sin embargo, que junto a la función de cobertura de los mercados derivados hay que admitir el papel de los especuladores que suelen dotar de la necesaria liquidez a la negociación de los contratos. Se trata, en definitiva, de un mecanismo de transferencia de riesgos, entre agentes en busca de cobertura ("hedgers") y especuladores; como apuntábamos, nos hemos incorporado a las nuevas

tendencias y existen activos en la negociación de futuros y opciones. Con ello el inversor se encuentra con instrumentos de cobertura ante el riesgo de tipos de interés, riesgo en carteras de renta variable (contratos sobre índices bursátiles) y riesgo de cambio (contratos sobre divisas).

Todo lo anterior está llevando, incluso, a la aparición de un nuevo vocabulario en finanzas. Posición corta, posición larga, instrumento sintético, mercado forward, swap, cap, floor, collar, etc., son ejemplos de vocablos traducidos algunos del inglés y otros casi intraducibles que forman parte de una nueva jerga al uso en los modernos mercados financieros. Aparece la denominada Ingeniería Financiera donde se estudia la utilización, entre otros, de los nuevos productos derivados y la construcción de posiciones sintéticas (muy utilizadas en la cobertura dinámica de carteras, también conocida como Portfolio Insurance). Ha disminuido la atención prestada a la gestión del capital circulante, al análisis mediante ratios y, en general, a los aspectos más próximos a la práctica contable. Las finanzas modernas parecen centrarse, cada vez más, en temas como el valor de mercado, tanto de la empresa en conjunto como de los instrumentos financieros que emite, y en los flujos monetarios, apartándose de los valores históricos o en libros y del concepto de beneficio contable, sólo relevantes en el momento de atender las obligaciones fiscales. ■