

Capítulo 1

DECISIONES FINANCIERAS EMPRESARIALES

1. ORIENTACIONES GENERALES

La observación de cualquier sistema económico pone de relieve la existencia de tres entes o centros principales de decisión económica que se distinguen en razón de su esencia, sus objetivos, su función, su racionalidad, etc. Estos entes son:

- Los sujetos económicos individuales, que son a la vez demandantes de productos y servicios (consumidores) y oferentes de servicios (trabajadores y capitalistas).
- Las empresas, o unidades económicas de producción, que son a la vez demandantes de bienes y servicios para la producción y oferentes de sus productos.
- El Estado, Comunidades Autónomas y los demás órganos macroeconómicos de decisión a nivel de Corporaciones Públicas, cuyas intervenciones en la vida económica están encaminadas a la defensa y promoción de los intereses generales del conjunto económico-social.

Una parte importante de las decisiones económicas son las decisiones financieras que comprenden tanto las decisiones de inversión como las de financiación: cada uno de los tres entes citados toman decisiones financieras en el ámbito de su competencia, con características, racionalidad y comportamiento distintos puesto que son distintos los objetivos que persigue cada uno. En consecuencia, un estudio completo de las decisiones financieras debe comprender tres partes diferenciadas en correspondencia con esos tres centros de decisión, de manera que se analicen:

- Criterios que deben seguir los sujetos económicos individuales para una toma racional de decisiones financieras, especialmente desde la perspectiva de consumidores que poseen un determinado nivel de renta, fruto

de su trabajo o capital, y con un objetivo de satisfacción óptima de necesidades.

- Criterios que deben seguir las empresas, en cuanto unidades económicas de producción, para la toma racional de decisiones financieras, de manera que mediante la realización del proceso operativo de explotación, que implica el empleo de medios humanos, materiales y financieros, cumpla la función socio-económica de crear un flujo de bienes o servicios y de rentas como resultado de un sistema coherente de decisiones planificadas, ejecutadas y controladas en el marco de la gestión.
- Criterios que deben seguir el Estado y las Corporaciones Públicas para una toma racional de decisiones financieras, las cuales deben encaminarse a cumplir unos objetivos basados en el principio social del bienestar colectivo mediante la utilización entre otras, de las técnicas del análisis coste-beneficio.

En esta obra nos centraremos únicamente en el estudio de los fundamentos esenciales en las decisiones financieras descritas en segundo lugar, es decir las que afectan a las empresas. En este sentido, se pretende desarrollar el adecuado marco conceptual, así como también una importante faceta práctica, técnico-operativa o de aplicabilidad en dicho tipo de decisiones financieras empresariales.

Por otra parte, hemos de señalar que en el estudio no se hace referencia a un tipo concreto de empresa, en cuanto al sector económico en que ésta se enmarca o al tamaño que tenga, por lo que las conclusiones son de general aplicación, si bien en algunas ocasiones puede ser preciso realizar algunas matizaciones a aspectos concretos. La empresa, genéricamente considerada, corresponde a países de economía de mercado, en los cuales la capacidad de decisión y autonomía económica de sus empresas es mayor que en los países de planificación centralizada.

Este primer capítulo se dedica a describir someramente la historia, el objeto, objetivos, metodología, cometidos y la organización de la función financiera en la empresa. Los siguientes se dedican al estudio en profundidad de las decisiones de inversión, que son las que van a conformar la estructura del activo de la empresa, así como su rentabilidad y nivel de riesgo económico. Después se estudiarán las decisiones de financiación, que determinan la estructura del pasivo de la empresa, así como su coste medio y nivel de riesgo financiero. Finalmente, se estudian las interrelaciones entre las decisiones de financiación e inversión y diversas políticas financieras tales como la de endeudamiento y la de dividendos.

2. BREVE HISTORIA DE LA TEORÍA DE LAS DECISIONES FINANCIERAS

El desarrollo de una breve y sintética aproximación a la Historia de la Teoría de las Decisiones Financieras Empresariales es un interesante ejercicio

dado que, tal y como se observará seguidamente, dicha historia brinda una triple perspectiva sobre el Subsistema Financiero de la Empresa:

- Conocimiento y explicación del estado actual de las investigaciones referidas a Decisiones Financieras Empresariales.
- Progresiva matematización de las investigaciones en el área de las Finanzas de la Empresa, desarrollándose en ocasiones técnicas matemáticas propias y específicas de esta parcela autónoma de la Economía y de la Economía Empresarial.
- Aproximación al objeto de la Economía Financiera Empresarial y al objetivo de la Gestión Financiera.

En relación con la denominación «Decisiones Financieras», hemos de precisar que existe una auténtica constelación de denominaciones sinónimas, o que las emplearemos sinónimamente en el resto de este capítulo y de esta obra.

En este sentido, se denominarán también indistintamente Finanzas, Administración Financiera, Financiación Empresarial, Economía Financiera de la Empresa, etc.

Con cualquiera de las denominaciones anteriores, se abarcan, en sentido amplio, tanto los problemas de financiación como los de inversión empresarial (objeto de las decisiones financieras de la empresa), y con el objetivo, siguiendo el criterio de la escuela normativa americana de finanzas de maximizar el valor de la empresa (objetivo de la Administración Financiera de la Empresa).

Dentro de esta diversidad sinónima de denominaciones, teniendo todas ellas como objeto el estudio de los problemas que se plantean en el cosmos financiero empresarial, la revisión de algunas destacadas obras de Finanzas Empresariales, por lo que al título se refiere, nos indica la amplitud formal, conceptual y de fondo, de la idea que nos ocupa.

A modo de ejemplo, *Finanzas en Administración* es el título de la obra de J. Fred Weston y Eugene Brigham (1984), que respetando el título en inglés, hubiera debido traducirse por «Dirección Financiera». *Administración Financiera* es el título de la obra traducida al castellano de James C. Van Horne (1988) *Financial Management and Policy*. Menos acertado nos parece, sin embargo, el título *Análisis Financiero*, asignado a *Quantitative Analysis of Financial Decisions*, de James C. T. Mao (1974), obra fundamental dentro de la moderna concepción de las Finanzas. *Fundamentos de Financiación Empresarial*, de Brealey y Myers (1994), es el título que se ha dado en castellano al libro *Principles of Corporate Finance*. *Finanzas Corporativas* es la traducción dada al título original *Corporate Finance*, de Ross, Westerfield y Jaffe (1995).

2.1. La visión descriptiva de las finanzas empresariales hasta la segunda guerra mundial

Con relación a la Historia de las Decisiones Financieras Empresariales, la primera apreciación que puede realizarse es que dicha Historia no es exclesi-

vamente amplia, pudiendo decirse que incluso en el siglo XIX no existe prácticamente nada estudiado. Durante dicho siglo, sí se avanza en la Ciencia Económica en General, concretamente en Teoría Económica, fundamentalmente debido a los desarrollos de la Escuela de Economía Clásica Inglesa (Malthus, Stuart Mill y Ricardo), de la Escuela de Viena (Menger, Böhm-Bawerk y von Wieser), de la Escuela de Lausana (Walras y Pareto) y de la Escuela de Cambridge (Marshall y Wicksell). Pero en la Economía Empresarial, y más específicamente en las Finanzas de Empresa, se avanza muy poco. Hasta principios del siglo XIX, los gerentes financieros se dedicaban básicamente a llevar los Libros de Contabilidad o a controlar la Teneduría, siendo su misión fundamental la búsqueda de financiación cuando fuese necesario.

Durante las tres primeras décadas del siglo XIX se producen importantes fenómenos de concentración industrial con subsiguientes procesos de innovación tecnológica y crecimiento de nuevas empresas. La expansión empresarial tiene en esta época un gran auge debido a las fusiones empresariales, lo cual exigía grandes emisiones de acciones y obligaciones, por lo que se presta especial atención a los mercados financieros y al análisis de diferentes formas de emisión, observándose un auge espectacular en el lanzamiento de empréstitos.

A finales de la década de los años veinte, con la crisis de 1929, y durante los años treinta, la situación originada en la Bolsa de Nueva York y la Política Económica practicada generan una profunda crisis económica internacional con sus secuelas de problemas de financiación, quiebras y liquidaciones. En esta época, el objetivo predominante es la solvencia, reduciendo endeudamiento, ya que se observó que las empresas más endeudadas eran las primeras en ir a la quiebra. En consecuencia, con respecto a la relación capitales propios/capitales ajenos se busca que este ratio tenga un valor lo más alto posible para prevenir este tipo de situaciones. Por primera vez, se presta atención a la estructura financiera de la empresa, pero en el sentido de buscar la mayor solvencia empresarial.

Durante la crisis de los años treinta, debido a la grave situación, se tiende a dar preponderancia al estudio de aspectos defensivos, manteniendo como objetivo básico la supervivencia y prestando gran atención a la liquidez. También se produjeron numerosos estudios desde un punto de vista legal a efectos de establecer normas jurídicas sobre controles e información a los inversores y accionistas, de manera que se pudiera conocer la auténtica situación de la empresa, obligando a controles y reglamentaciones para que no se reprodujesen las quiebras. En consecuencia, aparece el intervencionismo estatal.

Fruto de esta visión de las Finanzas a comienzos del siglo XX son las obras de Arthur Stone Dewing (1920, 1930), que conforman una concepción tradicional de la Dirección Financiera de la Empresa basada en una metodología positiva, descriptiva de la realidad, con excesivo énfasis en aspectos externos, legales e institucionales, así como en procesos excepcionales de las empresas, como quiebras, fusiones, absorciones y consolidaciones. En suma, una visión

apenas preocupada por las decisiones financieras, si bien Dewing ya manifestaba una cierta inquietud por el problema de la estructura financiera óptima y la conveniencia de una acertada política de dividendos.

Durante los comienzos de la década de los años cuarenta, se vive, al principio, una economía de guerra declarada y, posteriormente, de guerra fría, en la que la posición del gerente financiero diseñada con anterioridad no varía, por lo que, en esta etapa, se puede seguir hablando de un análisis tradicional del enfoque de las finanzas, impregnado de una aversión al riesgo financiero que supone el endeudamiento y primando criterios de liquidez y solvencia. No obstante, en este período comienzan a germinar los brotes de la moderna concepción financiera de la empresa, tal y como veremos seguidamente.

2.2. Desde mediados de la década de los cuarenta hasta la crisis de la energía: la cimentación de la moderna teoría de las finanzas empresariales

Después de la segunda guerra mundial, especialmente en los Estados Unidos, comienzan los desarrollos sistemáticos y en profundidad de la Investigación Operativa aplicados a las empresas, así como la Informática aplicada a la empresa. Es interesante destacar que, en esta época, ante la creciente complejidad empresarial se observa un mayor énfasis en la fase administrativa de planificación y control, por lo que el cosmos empresarial comienza a ser receptivo a la implantación de presupuestos y controles de capital y tesorería.

En la década de los cincuenta, y hasta la crisis de la energía de 1973, se vive un ciclo de auge económico y expansión empresarial en el que se sentarán las bases y se desarrollarán las modernas finanzas, tal y como se entienden hoy en día. Como consecuencia de la fase económica alcista, los criterios de solvencia y liquidez y el objetivo de supervivencia, darán paso a criterios de rentabilidad y objetivos de crecimiento y reproducción expansiva del capital mediante procesos de diversificación espacial transnacional. Asimismo, se desarrollarán en gran medida las técnicas de Investigación Operativa y la informatización empresarial iniciará su despegue, dejando de ser un fenómeno aislado propio de grandes empresas.

Con anterioridad, y como caso prácticamente excepcional dentro de la cimentación de la moderna teoría financiera, cabe destacar la aparición en 1944 de la importante obra del profesor Erich Schneider *Investering und Rente*, es decir Inversión e Interés, que permitirá la elaboración de una metodología para el Análisis de Inversiones y el establecimiento de Criterios de Decisión Financiera que sean consistentes con el objetivo de maximizar el valor de la empresa. Según Schneider «en la Economía Moderna, la realización de un proceso de producción forzosamente está acompañada de una corriente de pagos invertidos en compras de medios de producción. A esta corriente de pagos, provocada por las compras efectuadas en relación con el proceso de producción, la designamos proceso de inversión pertinente al proceso de pro-

ducción». Como puede observarse, ya a mediados de la década de los cuarenta Schneider destacaba una idea básica y permanente también hoy en día, como es el hecho de que las corrientes de cobros y de pagos que origina una inversión son elementos que la definen.

Volviendo a la década de los cincuenta, desde un enfoque rigurosamente científico, la moderna Teoría Financiera se va cimentando a base de estudios de importancia, con artículos reducidos en su difusión a revistas especializadas y que, normalmente, ni siquiera por la propia comunidad científica son asimilados rápidamente, tardando años en reconocerse su valía, como es el caso de Harry Markowitz (1952, 1959) que necesitará el transcurso de siete años para ver aceptada ampliamente su aportación fundamental a la Teoría de Selección de Carteras, punto de partida del Modelo de Equilibrio de Activos Financieros, que constituye uno de los elementos del núcleo de las modernas finanzas.

En la misma década de los cincuenta, concretamente en 1955, James H. Lorie y Leonard Savage resolvían en Programación Lineal la problemática de selección de inversiones con restricción presupuestaria, estableciéndose una ordenación de proyectos seleccionados. Al mismo tiempo, ambos autores cuestionan la validez generalizada del criterio del *TRI* o *TIR* (tanto de rendimiento interno) frente al *VAN* o *BTA* (Valor Actual Neto o Beneficio Total Actualizado).

Finalmente, otro destacado trabajo de investigación de los años cincuenta es el de Franco Modigliani y Merton Miller (1958), quienes sostienen, en un polémico pero riguroso trabajo, que la valoración de la empresa es independiente de su estructura financiera; no obstante, en 1963, ambos autores rectificarían la versión original al dar entrada en su modelo al impuesto de sociedades. En este sentido, se concluirá que el endeudamiento no es neutral respecto al coste de capital medio ponderado y al valor de la empresa.

En la década de los sesenta se empiezan a notar los efectos de los estudios analíticos realizados en la década de los cincuenta, fundamentalmente estudios en ambiente de certeza que en los sesenta permitirán abordar el ambiente de riesgo y de incertidumbre. En las facultades americanas, los estudios específicos sobre Finanzas se introducen a finales de los años cincuenta. En España, hasta los setenta las Finanzas no se desdoblán suficientemente en las Facultades de Ciencias Económicas y Empresariales, si bien no se puede hablar de homogeneidad generalizada en este sentido; asimismo, en general, pese a la importancia de las Finanzas en el mundo actual, no están desarrolladas suficientemente en los nuevos planes de estudios.

La década de los sesenta supondrá una profundización y ensanchamiento de los importantes estudios de la década de los cincuenta, cristalizando definitivamente un desarrollo científico de la Administración Financiera de Empresas, con multiplicidad de investigaciones y resultados, así como validaciones empíricas, imponiéndose la Técnica Matemática y su metodología como el instrumental adecuado para el estudio de la Economía Financiera Empresarial.

En 1963, H. M. Weingartner, a partir del modelo de Lorie y Savage, generaliza el planteamiento de dichos autores a n períodos, introduciéndose

interdependencia entre proyectos, utilizando Programación Lineal, No Lineal y Dinámica. El estudio de las decisiones de inversión en ambiente de riesgo es realizado por Hillier (1963), Hertz (1964) y Magee (1964), incluyendo respectivamente la desviación típica del Beneficio Total Actualizado o Valor Actual Neto, las técnicas de Simulación y los Árboles de Decisión. En 1965 se estudia la multiplicidad de tantos de rendimiento interno en algunas inversiones no simples; en este sentido, los estudios de Teichroew, Robichek y Montalbano demostraron, que en estos casos, las inversiones tienen una mezcla de financiación e inversión.

Con posterioridad a los pioneros trabajos de Markowitz sobre formación óptima de carteras de activos financieros, las sucesivas ampliaciones y perfeccionamientos de Sharpe (1964, 1967), Lintner (1965), Mossin (1966), Fama (1968) y otros destacados autores, han cristalizado en el modelo de valoración en equilibrio de activos financieros (MVAF que podríamos denominar en terminología castellana, o CAPM, capital asset pricing model en terminología anglosajona).

Según el CAPM, un mercado en equilibrio sólo paga el riesgo no diversificable. Por otra parte, el rendimiento esperado de un activo con riesgo es la rentabilidad del activo libre de riesgo más una prima por unidad de riesgo sistemático o de mercado. En este sentido, el riesgo sistemático se mide por el coeficiente beta o coeficiente de regresión de la rentabilidad del activo de capital con riesgo sobre la rentabilidad del mercado.

En el proceso de elaboración del CAPM conviene distinguir que, si bien el modelo de mercado de Sharpe constituye el punto de partida de dicha modelización, la diferencia fundamental entre este modelo y el CAPM radica en que el primero es empírico o inductivo, utilizando datos retrospectivos a los que se aplica análisis de regresión, mientras que el CAPM es un modelo de equilibrio prospectivo con una teoría y unos supuestos que se elaboran deductivamente.

2.3. Expansión y profundización de las finanzas desde la crisis de la energía hasta nuestros días

Desde la crisis de la energía, que podría datarse de 1973, con el primer shock del petróleo, hasta nuestros días, el marco conceptual de la Ciencia de la Gestión Financiera de la Empresa se ha expandido y profundizado notablemente, tal y como se describe seguidamente. En este sentido, surgen nuevos paradigmas de investigación, como son la Teoría de Valoración de Opciones, la Teoría de Valoración por Arbitraje y la Teoría de la Agencia.

La Teoría de Valoración de Opciones tuvo su impulso formalizador inicial con las investigaciones de Black y Scholes en 1973, realizándose posteriormente gran número de aportaciones teóricas y empíricas. Una opción es un contrato que incluye un derecho a comprar o vender determinados bienes o títulos a un precio estipulado y durante un período especificado. En el caso de valores mobiliarios, Black y Scholes demuestran que el valor de una opción

depende del precio actual del título, del precio de ejecución del contrato, del tipo de interés libre de riesgo, de la volatilidad del título y del período de ejecución de la opción.

Con relación al CAPM, dado que comenzaron a acumularse repetidas experiencias negativas sobre su validez, es decir, su repetida falsación en términos popperianos, se ha intentado superar dicho modelo mediante el APT, Arbitrage Pricing Theory, de Ross (1976), en el que los rendimientos de los activos financieros vienen representados por un modelo general de diversos factores, no basándose este modelo inicialmente en la hipótesis de eficiencia de la cartera de mercado, a diferencia del CAPM.

Durante la década de los setenta, surgen también las primeras aportaciones a la Teoría de la Agencia, siendo el trabajo investigador precursor el de Jensen y Meckling (1976). La Teoría de la Agencia es un marco conceptual que básicamente podría sintetizarse en la comprensión y superación de las imperfecciones del mercado mediante la internalización de actividades en la organización empresarial, estableciéndose una separación entre los propietarios (accionistas) y los managers o directivos (agentes), originándose conflictos reales o potenciales de los que se derivan unos costes de representación o agencia y, en su caso, posibles decisiones no óptimas desde el punto de vista de los accionistas. Asimismo, los conflictos pueden también aparecer entre los propios colectivos de accionistas, entre los dirigentes, entre acreedores y accionistas, etc. Agencia, costes de agencia, asimetría de información entre propietarios y dirigentes, incentivos a dirigentes, etc., serán palabras y expresiones frecuentes entre la diversa literatura sobre esta Teoría.

La consideración de los costes de agencia, propuestos por Jensen y Meckling —tales como los derivados de medir y observar el comportamiento directivo a través de sistemas de auditoría, cambios organizacionales para limitar prácticas no deseadas, así como los costes en que incurre la propia gerencia para demostrar su comportamiento adecuado— ha originado una abundante literatura, no exenta de controversias, en donde la problemática de separación entre propiedad y control ha sido el punto de partida a correcciones de la función objetivo empresarial.

Nosotros, en esta obra, siguiendo el criterio de la escuela normativa de finanzas americana, asumiremos que el objetivo de la Gestión Financiera, a través de sus decisiones financieras, es maximizar el valor de mercado de la empresa. Se trata de un objetivo global que se suele señalar por la mayor parte de los más destacados estudiosos e investigadores de las Decisiones Financieras.

Así piensan, entre otros muchos, Bierman y Smidt (1963), Robichek (1970), Mao (1974), Beranek (1975), Weston y Brigham (1984), Pike y Dobbins (1987), Van Horne (1988), Brealey y Myers (1994), Suárez (1995) y un largo etcétera.

Además, entendemos que este objetivo de maximización del valor de mercado de la empresa no entra en contradicción frontal con las propuestas de la Teoría de la Agencia sobre compensaciones económicas a los directivos y con otros objetivos que pudieran formularse, por lo que puede afirmarse que su realización va a lograr que también se cumplan estos otros, en líneas generales.

En este enfoque de pensamiento, integrando otros posibles objetivos que pudieran formularse en el de maximización del valor de mercado de la empresa, se sitúa también Cuervo (1979) indicando la existencia de una corriente que «rechaza las conclusiones del planteamiento direccional de los objetivos de la empresa, manteniendo una posición que se puede llamar neoclásica respecto a los objetivos de la misma, ya que se admite que la compensación de la dirección es acorde con la maximización de la riqueza de los accionistas de la empresa».

En consecuencia, y en general, dentro del subsistema financiero de la empresa, aún reconociendo las matizaciones correctoras a la función objetivo de la Gestión Financiera por parte de la Teoría de la Agencia, a nivel teórico se ha impuesto el criterio de la escuela normativa americana sobre la Teoría de las Finanzas Empresariales, aceptándose un objetivo global para la empresa consistente en maximizar su valor para los accionistas, o su equivalente de maximizar la riqueza del accionista, es decir la maximización del valor de mercado de la empresa. Puede demostrarse analíticamente sin ninguna dificultad que todos estos objetivos propuestos para la Gestión Financiera, aparentemente diferentes, son analíticamente equivalentes, tal y como demuestran Levy y Sarnat (1982).

Sobre la política de dividendos, caben destacar los trabajos de Black y Scholes (1974) y Miller y Scholes (1978), quienes insisten razonadamente en que la política de dividendos es irrelevante, incluso teniendo en cuenta los impuestos, todo ello siguiendo la línea argumental de Modigliani y Miller de los años cincuenta y sesenta. Por otra parte, Kim, Lewellen y McConell (1979) avalan empíricamente la existencia de clientelas o segmentos diferentes de inversores en acciones de acuerdo con sus tipos impositivos marginales en el impuesto sobre la renta personal.

Con relación a la polémica abierta sobre la estructura financiera óptima son destacables, entre otros, los trabajos de Miller (1977), Warner (1977), y Kim (1974, 1978). Al considerar el impuesto sobre la renta personal, Miller sigue insistiendo en la irrelevancia de la estructura financiera, aún teniendo en cuenta las consecuencias del impuesto de sociedades que conlleva la preferencia de la deuda como fuente de financiación. Asimismo, Warner concluirá que la mayor preferencia por la deuda, al tener en cuenta los efectos fiscales del impuesto sobre la renta de las sociedades, se compensa con el aumento de los costes de quiebra. Kim, en cambio, se pronuncia sobre la existencia de una estructura financiera óptima si el mercado de capitales es perfecto y se tienen en cuenta el impuesto de sociedades y los costes de insolvencia.

En la década de los ochenta y de los noventa, la profusión teórica y modelizadora sobre todos los aspectos reseñados anteriormente es fulgurante, así como diversidad de validaciones empíricas, con sofisticados modelos de valoración y generalización de técnicas matemáticas y del uso de la Informática.

Asimismo, es destacable la profundización de fructíferas corrientes investigadoras, tales como la Teoría de la Agencia y la metodología proporcionada

por la Teoría de los Conjuntos Borrosos aplicada al Subsistema Financiero en ambiente de incertidumbre.

También es reseñable la acentuación de la tendencia iniciada en la década de los setenta de un creciente interés por la internacionalización de los fenómenos y decisiones financieras, existiendo una auténtica constelación de estudios e investigaciones sobre aspectos claves de la Dirección Financiera Internacional, tales como el riesgo político y el riesgo por la variabilidad del tipo de cambio de las monedas en las que opera la Gestión Financiera Internacional. Asimismo, para superar algunas críticas al CAPM internacional o IAPM, ha surgido el ECAPM (Empirical Asset Pricing Model) desarrollado inicialmente por Pogue en un contexto internacional referido a compañías de oleoductos, y ampliado posteriormente por Litzenberger, Ramaswamy y Sosin (1980).

En relación con la política de dividendos, es destacable el trabajo de investigación de Jalilvand y Harris (1984), concluyendo que las imperfecciones del mercado pueden implicar interdependencia entre las decisiones de inversión, financiación y dividendos. Sobre las repercusiones fiscales en la política de dividendos se pronuncian Poterba y Summers (1984) concluyendo un mayor gravamen de los dividendos frente a las ganancias del capital. Por otra parte, Sarig y Scott (1985) se sitúan en una línea similar a Kim, Lewellen y McConell (1979), reafirmando el fenómeno de las clientelas.

Sobre el APT se siguen también añadiendo nuevas investigaciones consolidadoras, como las de Roll y Ross (1980, 1984) utilizando la técnica del análisis factorial, si bien dicho modelo multifactorial no está exento de críticas, como las de Dhrymes, Friend y Gultekin (1984),

Con respecto a la estructura financiera, pueden destacarse, entre otros trabajos de investigación notables, los de De Angelo y Masulis (1980), contemplándose los efectos de los impuestos, de las amortizaciones y de las inversiones particulares de cada empresa, concluyéndose la existencia de una estructura financiera óptima. En el mismo sentido se pronuncia también Ross (1985) en condiciones de riesgo y ausencia de imperfecciones de mercado.

Titman y Wessels (1988) utilizan una técnica similar a la de Roll y Ross (1980) para verificar el APT y realizan una investigación empírica sobre la estructura de capital de la empresa indicando, entre otras conclusiones, que los costes de transacción pueden ser un importante determinante en la elección de la estructura de capital, sobre todo en pequeñas empresas al emitir instrumentos financieros a largo plazo.

Recientemente, Leland (1994) prosigue en la senda de crear un marco conceptual que permita obtener razonadamente una estructura financiera óptima, en este caso analizando especialmente que el valor de la deuda y el endeudamiento óptimo están conectados explícitamente con el riesgo de la empresa, los impuestos, los costes de quiebra, los tipos de interés libres de riesgo, y los ratios pay-out.

También cabe resaltar que en diversas confrontaciones CAPM vs APT todavía no se han producido resultados definitivos, porque, si bien se acumulan serias dudas sobre la validez del CAPM como modelo viable para explicar

el precio de activos financieros con riesgo, como en el trabajo de Tinic y West (1984, 1986), los partidarios del APT, como Gultekin y Gultekin (1987, 1989), tampoco consiguen validar empíricamente de una manera contundente y satisfactoria dicho modelo multifactorial, tanto en su versión nacional como en la internacional.

Más recientemente, Fama y French (1992) señalan importantes conclusiones en este sentido ya que se concluye que para el mercado americano y empresas no financieras:

- a) Desde 1941 hasta 1990 sólo se detecta una débil relación positiva entre la rentabilidad media y la beta.
- b) Desde 1963 hasta 1990 prácticamente no se detecta relación entre la rentabilidad media y la beta.
- c) El tamaño de la empresa y el ratio valor en libros/valor de mercado (VC/VM), relativo a los capitales propios sí que, en cambio, actúan como buenos indicadores en las variaciones de la rentabilidad media en el período 1963-1990.

Siguiendo estas investigaciones, los propios Fama y French (1995) tratan de detectar si el comportamiento del precio de los activos, en relación con el ratio VC/VM refleja el comportamiento de los beneficios; no obstante, no se llega a conclusiones definitivas y satisfactorias, siendo necesarias muchas más investigaciones.

Como observación final debe reseñarse que, deliberadamente, se ha realizado una breve historia de la Teoría Financiera y de las Finanzas sesgada hacia las aportaciones de los economistas financieros americanos que, indudablemente, representan hitos histórico-científicos fundamentales. No obstante, para el caso español, además de existir importantes investigaciones totalmente homologables, quizá también sería bueno, en la línea reseñada por Martín Marín (1996), ahondar en algunas especificidades propias de nuestra economía financiera, tales como la derivada de la gran existencia de PYMES, intensivas en recursos humanos, de cooperativas agrarias, los importantes problemas de gestión de tesorería de nuestras empresas, los instrumentos financieros derivados sobre activos reales típicos de nuestra economía, etc.

También quizás sería interesante, sin perder de vista el espacio financiero anglosajón y europeo, ahondar en un espacio financiero iberoamericano en el que, sin duda, pueden abrirse enormes posibilidades para las Finanzas, tanto desde el punto de vista teórico como del enfoque práctico.

3. OBJETO Y OBJETIVOS DE LA GESTIÓN FINANCIERA

Una vez descritos diversos hitos históricos, entre otros muchos, que han configurado el desarrollo de la Economía Financiera Empresarial, sintetizamos seguidamente el objeto y objetivos de la Gestión Financiera.

En la moderna Economía Financiera, podría decirse que el objeto de estudio de dicha Ciencia se centra en las decisiones financieras. Dichas decisiones financieras comprenden tanto las decisiones de inversión como las decisiones de financiación.

Dentro de la escuela normativa americana y su aproximación analítica al estudio del subsistema financiero de la empresa, siguiendo a Solomon (1963, pág 9), se señala que las funciones de la Dirección Financiera de la Empresa giran en torno a la obtención y al uso de fondos, y consisten en dar una respuesta racional y adecuada a las siguientes preguntas:

- ¿Cuál es el volumen total de activos que debe invertirse en cada período y a qué ritmo debe crecer, en su caso, este volumen?
- ¿Qué clases de activos deben adquirirse?
- ¿Qué fuentes de financiación deben utilizarse y cuál debe ser la composición de ese pasivo?

Debe observarse que este planteamiento, que hoy es aceptado por la generalidad de los estudiosos de los temas financieros, implica adoptar una actitud «normativa» que busca contestar a qué es lo que deben realizar los directores financieros, frente a una actitud «positiva» consistente en observar cómo se comportan estos directores y cómo toman sus decisiones para, en base a ella, establecer reglas de actuación.

La concepción moderna de las finanzas no rechaza sin más la actitud positiva sino que, previamente, la somete a crítica. Así, por ejemplo, si algunos directores financieros seleccionan sus inversiones en base a la recuperación del desembolso inicial en el menor plazo de tiempo, puede demostrarse que tal regla no es, a veces, el criterio más conveniente para la empresa. En definitiva esta actitud normativa de la concepción moderna de las finanzas busca el establecimiento de unas reglas para lograr que las decisiones sean óptimas en función de los objetivos que se haya fijado la empresa.

La concreción del objetivo u objetivos que tienen las empresas y, en particular, del objetivo que corresponde alcanzar a las finanzas empresariales es un tema sobre el que se ha discutido mucho y no se ha llegado a un acuerdo unánime. Para empezar, habría que señalar que, de la misma manera que no existen enfermedades sino enfermos, las organizaciones no tienen objetivos, sino que los objetivos los tienen las personas.

La teoría económica tradicional fija como objetivo la maximización del beneficio. Ahora bien, el concepto de beneficio es inconcreto, puesto que cabe considerar el beneficio de un año o varios, bruto o neto, etc.. Por otra parte su cuantía puede modificarse fácilmente actuando sobre las amortizaciones u otras partidas.

Esta y otras críticas han aconsejado sustituir este objetivo por otro en una línea similar, de manera que, partiendo del mismo supuesto de que el objetivo lo fijan los propietarios de la empresa, la conducta racional de éstos llevará a maximizar el valor de la empresa en el mercado una vez cumplidas las res-

tricciones de tipo legal, laboral, económicas, etc., que existen. Para una sociedad que cotiza en bolsa, significa la maximización del precio de sus acciones.

Este objetivo es aceptado y tomado como punto de partida por la mayor parte de los estudiosos de los temas financieros al considerar que las empresas, después de cumplir sus obligaciones en el marco de la normativa vigente, deben proporcionar a sus propietarios los mejores resultados posibles. Dicho objetivo, tal y como hemos comentado también con anterioridad, es el que seguiremos básicamente en la presente obra, y lo resume perfectamente Fama (1978) cuando afirma que «maximizar la riqueza conjunta de accionistas y obligacionistas es el único criterio, en términos de valor de mercado, acorde con una situación estable, y el mercado, a través de los precios, presta a la empresa los suficientes incentivos como para optar por dicho criterio».

Para lograr el objetivo fijado, la empresa habrá de elegir la combinación de inversiones, la estructura de financiación y la política de dividendos que maximice el valor de la acción a través del efecto que aquellas decisiones han de tener en la rentabilidad y en el riesgo de la empresa que es valorado por los inversores bursátiles en base a la información que van conociendo, la cual les hará apreciar más o menos unos títulos con respecto a otros.

Sin embargo, teniendo en cuenta que cada vez se da más la separación entre las personas que ejercen la dirección de la empresa y los propietarios o accionistas de las mismas, algunos autores consideran que el objetivo anterior puede verse corregido parcialmente en base a otros intereses de esta clase dirigente cuya fuerza será tanto mayor cuanto más atomizado y disperso sea el conjunto de accionistas.

Otra teoría es la conductista (behavioral) cuyos principales representantes son H. A. Simon, R. M. Cyert y J. G. March, los cuales consideran que el conjunto de objetivos de la empresa es el resultado de las negociaciones entre las personas y los grupos que la componen, fijándose para cada objetivo un mínimo a alcanzar, con lo cual se abandona el principio de maximización. Los dos últimos autores citados introducen el concepto de «organizational slack» que viene a medir el excedente que recibe cada parte, que interviene o influye en la fijación de los objetivos, respecto al mínimo que desean para permanecer en la empresa. Así, por ejemplo, los accionistas mantendrán sus títulos en tanto se beneficien de un «slack» de dividendos, los directivos buscarán un «slack» de disponibilidades discrecionales, los trabajadores un «slack» de remuneraciones a través de la participación en los beneficios, etc.

Otros objetivos que pueden considerarse son la obtención de un nivel satisfactorio de beneficios, el de maximización del volumen de ventas, la maximización de la utilidad para los dirigentes asegurando previamente un nivel mínimo de beneficios, la supervivencia de la empresa, etc. Como se observará, el objetivo anteriormente aceptado no está en contradicción con estos otros y, sin entrar en una discusión profunda, que escapa a los fines de este capítulo y de la obra en su conjunto, puede afirmarse que su realización va a lograr que también se cumplan estos otros en líneas generales. Por otra parte, ese objetivo u objetivos generales se desglosan en subobjetivos en los distintos

departamentos de la empresa, de manera que, en cuanto a los objetivos concretos para la gestión financiera, se establece una nueva polémica, similar a la anterior, ya que pueden aparecer conflictos respecto a la preponderancia de unos sobre otros.

A modo de resumen y conclusiones, en nuestra obra el objetivo que tomamos como referencia básica para la Administración Financiera de la Empresa es el de maximización del valor de la empresa para los accionistas, lo cual no es incompatible, con cualesquiera otros subobjetivos que se persigan.

4. METODOLOGÍA DE LA ECONOMÍA FINANCIERA DE LA EMPRESA

De la diversidad de programas de investigación en Economía Financiera Empresarial, en el sentido que da a programa de investigación Lakatos (1981), cabe destacar el programa de investigación matemático o cuantitativo, ya que la cuantificación de variables, su inclusión en modelos matemáticos y la programación de estos últimos por ordenador, han supuesto y han ofrecido la base instrumental para que, tal y como expresa Fernández Pirla (1980), se pueda afirmar que es el programa investigador que consigue posibilitar el comienzo de una Economía Empresarial con autonomía científica.

Más particularmente, se empleará en el área de la Economía Financiera Empresarial ya que dicha Ciencia, además de empírica y social está inmersa en una progresiva matematización, por la propia naturaleza de la empresa como un conjunto sucesivo de proyectos de inversión y financiación, tal y como señala Suárez (1993), y del subsistema financiero, dada la posibilidad de cuantificar las variables y las restricciones financieras —con más facilidad que en otros subsistemas empresariales— y su inclusión en modelos de decisión financiera, resulta especialmente idónea para la modelización matemática.

No obstante, conviene señalar que, si bien asignamos una especial preponderancia al programa de investigación matemático, resulta de gran utilidad compaginar el adecuado rigor teórico y matemático con ciertas dosis descriptivas, literarias e institucionales.

La necesidad y la especial relevancia de la Técnica Matemática aplicada en Economía Financiera Empresarial radica en los siguientes razonamientos:

- El lenguaje matemático es más conciso, exacto y riguroso que otros lenguajes con pretensión de aprehensión de la problemática financiera empresarial.
- El razonamiento matemático, abstracto y riguroso, tanto a nivel instrumental como metodológico, permite desarrollar adecuadamente la formalización de los fenómenos y de las decisiones financieras.
- Los comportamientos en Economía Financiera Empresarial, así como las relaciones de dependencia funcional entre variables, se explicitan de modo más acorde con la lógica científica si se visualizan en lenguaje matemático.

- El planteamiento y la resolución de las decisiones financieras sólo pueden realizarse comprensiva, racional y científicamente desde la perspectiva brindada por la Matemática de la Financiación y de la Inversión como Técnica Matemática aplicada al estudio de la Economía Financiera Empresarial.

La adopción del instrumental y de la metodología matemática aplicada a la Economía Financiera ha permitido, además, desarrollar disciplinas matemáticas específicas, como la Matemática de las Operaciones Financieras y su axioma central del Principio de Subestimación de Capitales futuros frente a los actuales de igual cuantía, así como impulsar diversas técnicas de Investigación Operativa y de Análisis Multivariante e incluso puede hablarse de una Econometría Financiera tal y como indican Russel y Ganapathy (1982).

Dado que la Técnica Matemática aplicada a la Economía Financiera Empresarial se acepta como el instrumental básico de dicha Ciencia, resaltaremos seguidamente las características y metodología investigadoras propias de esta disciplina específica y autónoma de la Economía y de la Economía Empresarial:

- Se trata de una disciplina empírica y social que estudia fenómenos y decisiones financieras reales.
- Se incluyen teorías científicas financieras.
- Está formalizada matemáticamente con diversas construcciones sumamente elaboradas o en proceso de formalización, similares en su proceso de abstracción al de otras Ciencias con aplicación de Técnica Matemática.
- Es científica dado que utiliza el método científico.

En relación con el método científico e investigador de la Economía Financiera Empresarial, de acuerdo con el programa de investigación fundamental, es decir el programa investigador matemático, entendemos que debe incidir en una doble dirección:

- Utilización del método hipotético-deductivo, específico y propio de las técnicas matemáticas, así como garante de las conclusiones obtenidas mediante razonamientos deductivos a partir de las hipótesis y principios básicos lógico-financieros de partida.
- Utilización del método inductivo, a efectos de que esta metodología empírica complementa el método hipotético-deductivo, ya que ninguna teoría puede considerarse definitiva, sino tan solo corroborable, y es aceptada convencionalmente en tanto en cuanto que no es repetidamente falsada por los hechos, o bien demuestra reiteradamente una menor capacidad explicativa o predictiva frente a otras teorías rivales.

Debe observarse que el método deductivo permite avalar la veracidad de los razonamientos y conclusiones (lo cual no puede garantizar el método inductivo debido al conocido problema de la inducción), mientras que con el

método deductivo no queda garantizada la aplicabilidad de las leyes y teorías al mundo real, es decir, su ajuste con los hechos.

Por otra parte, el método inductivo utilizado auxiliarmente al método hipotético-deductivo no supone ninguna «cuadratura del círculo» o contradicción, sino que es una exigencia derivada del carácter empírico-social que tiene la Economía Financiera Empresarial, ya que la metodología inductiva nos asegura un conocimiento de la realidad financiera mediante una metodología científica observadora y generalizadora del comportamiento de los fenómenos financieros y de las decisiones financieras.

El resultado final del método inductivo aplicado a la Economía Financiera Empresarial debe cristalizar en un estudio científico, riguroso y sistematizado de los problemas financieros de la empresa desde una perspectiva eminentemente empírica, lo cual, supone el punto de partida para, mediante una actitud crítica, establecer reglas de actuación a través de un enfoque normativo de general consenso científico que, utilizando el método hipotético-deductivo, permita elaborar una teoría racional de las decisiones financieras.

En consecuencia, se trata de una doble y complementaria vectorización metodológica al aceptar y adoptar como fundamental una actitud normativa, es decir «lo que debe ser» una óptima dirección financiera de acuerdo con un marco general conceptual financiero y con los objetivos fijados para la empresa y la dirección financiera pero que, no obstante, debe complementarse con la actitud positiva consistente en observar, desde un punto vista práctico y empírico, cómo toman decisiones los directores financieros de empresa y, en general, cómo es la práctica real de las decisiones financieras.

5. LA FUNCIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA Y EL DEPARTAMENTO DE FINANZAS

Como se ha señalado anteriormente las funciones básicas de los administradores financieros giran en torno a la optimización de las decisiones de inversión y de financiación. Ahora bien, conviene tener presente que ambos tipos de decisiones están interrelacionados y ocurre frecuentemente que las posibilidades de inversión son mayores que las de financiación, con lo cual proyectos rentables deben desecharse por la limitación de los recursos propios y de la capacidad de endeudamiento.

Por otra parte, la gestión debe preocuparse no solamente de alcanzar los mejores resultados posibles a largo plazo, sino que debe atender a los compromisos de pago que se van presentando en cada momento, puesto que puede ocurrir que se estén obteniendo unos resultados plenamente satisfactorios y no se disponga de dinero para pagar la nómina o a los proveedores, y es que beneficio no significa forzosamente dinero en Caja o Bancos, ni pérdida significa carencia de él; de ahí que se distinga entre gestión financiera a largo y a corto plazo; la primera buscando la elección racional de los activos de acuerdo con las posibilidades de financiación, de manera que en los distintos

períodos se alcance un equilibrio entre lo que se invierte y cómo se financia, incluyendo las decisiones sobre distribución de los beneficios que afectan a la forma de financiación; y la segunda, buscando que dentro de cada período no se produzcan desajustes entre cobros y pagos mediante un control diario y previendo su ritmo, así como los límites de riesgo con sus clientes, la realización de la facturación, las relaciones con los bancos, la obtención de créditos a corto plazo, etc.

Para que la función financiera se realice y desarrolle satisfactoriamente es preciso disponer de una buena organización y estructura en el departamento financiero. El nivel de organización de la función financiera dentro de la empresa dependerá lógicamente del tamaño de la misma siguiendo las reglas de una división racional del trabajo.

En una empresa pequeña de tipo familiar, el volumen de las actividades financieras es escaso y puede ser adecuadamente gestionada por el mismo propietario con la ayuda de su experto contable o con algún asesoramiento externo, pero si el tamaño aumenta se irá imponiendo la necesidad de ir delegando tareas mediante la contratación de expertos en cada parcela empresarial. En el extremo opuesto están las grandes empresas en las que el área financiera se desglosa en diversos servicios y secciones con personal especializado en cada una.

En las empresas americanas se distinguen dos tipos de funciones distintas en esta área; una es la de «treasurer», encargado de todo lo relacionado con la obtención y gestión de los flujos de fondos; la otra es la de «controller», encargado de las tareas contables, presupuestarias y de control y auditoría interna; ambos dependen, a su vez, de un director o vicepresidente financiero, si bien en las medianas empresas esta última figura no suele aparecer, en cuyo caso, «treasurer» y «controller» se reparten las tareas del área financiera. Las funciones del vicepresidente financiero consisten básicamente en coordinar la acción de ambos servicios, arbitrar en los conflictos que surjan entre ellos y representar al departamento financiero en el consejo de directores formando parte de los comités encargados de elaborar la política general de la empresa.

La función financiera de la empresa puede moverse en un contexto nacional o internacional. La diferencia entre una y otra depende del entorno competitivo geográfico en que dicha gestión se realice. Así, la gestión financiera clásica es la diseñada y ejecutada para empresas que se mueven en un entorno de mercado nacional, sin contactos internacionales, y dentro de un marco financiero y legislativo (laboral, fiscal, etc.) único.

Mientras que, por otro lado, la gestión financiera internacional es aquella que está diseñada en un entorno doméstico, pero que será ejecutada en un marco transnacional.

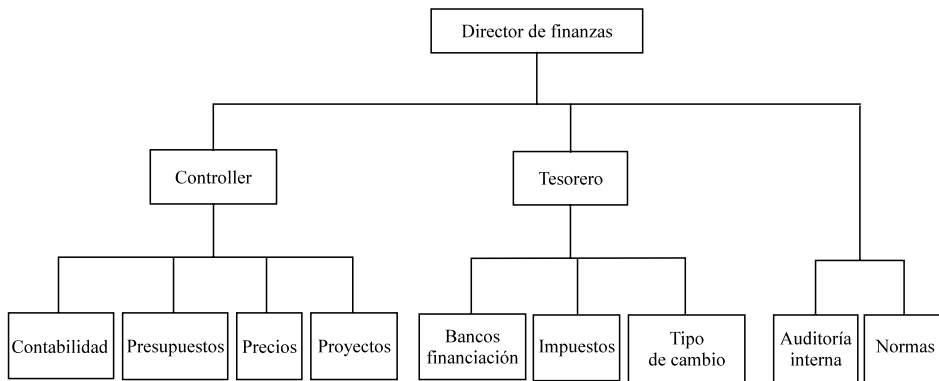
En el caso de una empresa en contexto de gestión financiera internacional, las diversas funciones financieras podrían agruparse en las siguientes áreas:

- Planificación fiscal internacional.
- Dirección de rendimientos netos internacionales.

- Organización de las funciones financieras internacionales.
- Financiación internacional.
- Planificación y evaluación de iniciativas empresariales extranjeras.
- Estudios especiales sobre expansiones del beneficio, exposición al riesgo en mercados financieros internacionales y los costes de los riesgos limitados.

Sobre la estructura de la función financiera pueden proponerse y ocurrir en la realidad una casi infinita relación de posibilidades. Cualquier organigrama que se plantee es una posibilidad más en medio de otras muchas alternativas.

Descendiendo al organigrama de un complejo Departamento de Finanzas, se podría configurar un organigrama similar al que se ilustra en el gráfico que a continuación se especifica:



Organigrama del Departamento Financiero de una empresa multinacional del automóvil.

6. PERSPECTIVAS ACTUALES Y DE FUTURO

La función financiera dentro de la empresa ha ido creciendo en importancia a lo largo del tiempo y es previsible que lo siga haciendo en un próximo futuro. Las circunstancias económicas actuales se caracterizan por una acumulación de factores que exigen del experto financiero una preparación y un rigor crecientes para superar con éxito el reto competitivo del mercado que se manifiesta de forma diversa e implica una reducción en los márgenes de beneficio.

Estas circunstancias exigen del experto financiero un estudio a fondo de los proyectos de inversión en cuanto a rentabilidad y riesgo, teniendo en cuenta técnicas modernas de decisión, puesto que, al operar con menores márgenes de rentabilidad que en el pasado, un error o un estudio insuficiente pueden conducir a la empresa a una difícil situación. Y la faceta de inversión debe ir relacionada inseparablemente con las formas de financiación que se han diversificado, pero también han aparecido nuevos riesgos financieros.

Por otra parte, la inflación persistente, la creciente competencia y la reducción de márgenes, plantea nuevos problemas financieros a las empresas, lo que viene a añadir niveles de incertidumbre en cuanto a la gestión de costes de explotación, capacidad de adaptación de los ingresos, mantenimiento de la competitividad, etc.; todo ello, en ocasiones, dentro de períodos de crisis económica que constituye un factor adicional de inestabilidad, lo que exige al financiero prever alternativas y soluciones.

La tendencia hacia una diversificación de productos y de localizaciones geográficas conlleva a un grado mayor de descentralización de funciones por un lado, y a una necesidad de planificación y control mayores por otro, tareas que deben recaer sobre los expertos financieros.

Resumiendo, la función financiera de la empresa abarca tanto la acertada selección de activos buscando optimizar la relación coste-riesgo económico asumido, como la obtención de los recursos monetarios precisos optimizando la relación coste-riesgo financiero. También le corresponde estudiar las políticas financieras más adecuadas en cuanto a la estructura del pasivo, al reparto de dividendos, las amortizaciones, la liquidez, etc., buscando el mejor cumplimiento de los objetivos que se haya marcado la empresa. Cometidos que en definitiva, son la contestación a las tres preguntas que se señalaban al principio de la sección tercera de este capítulo.

BIBLIOGRAFÍA

- BERANKEK, W. (1975): «The Cost of Capital, Capital Budgeting and the Maximization of Shareholder Wealth», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. X, n.º 1, marzo, pp. 1-20.
- BIERMAN, H.; SMIDT, S. (1969): *La Préparation des Décisions Financières dans L'Entreprise*. Ed. Dunod. París
- BLACK, F.; JENSEN, M. C.; SCHOLES, M. (1972): «The Capital Asset Pricing Model: Some Empirical Tests», en M. C. Jensen Ed.: *Studies in The Theory of Capital Markets*, Frederick, A. Praeger Inc. Nueva York.
- BLACK, F.; SCHOLES, M. (1973): «The Pricing of Options and Corporate Liabilities», *Journal of Political Economy*, mayo-junio, pp. 637-654.
- BLACK, F.; SCHOLES, M. (1974): «The Effects of Dividend Yield and Dividends Policy on Common Stock Prices and Returns», *Journal of Financial Economics*, mayo, pp. 1-22.
- BREALEY, R.; MYERS, S. (1994): *Fundamentos de Financiación Empresarial*. Ed. McGraw Hill Interamericana, Madrid.
- CUERVO, A.; ORTIGUEIRA, M.; SUÁREZ, A. (1979): *Lecturas de Introducción a la Economía de la Empresa*. Ed. Pirámide, Madrid.
- CYERT, R. M.; MARCH, J. G. (1955): «Organizational Structure and Pricing Behaviour in an Oligopolistic Market», *American Economic Review*, 45, pp. 129-139.
- DE ANGELO, MASULIS, R.(1980): «Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation», *Journal of Financial Economics*, marzo, pp. 3-29.
- DEWING, A. S. (1920): *The Financial Policy of Corporations*. Ronald Press. Nueva York.

- DHRYMES, P. J.; FRIEND, J.; GULTEKIN, B. (1984): «A Critical Reexamination of the Empirical Evidence on the Arbitrage Pricing Theory», *Journal of Finance*, vol. XXXIX, n.º 2, pp. 323-396.
- FAMA, E. F. (1968): «Risk, Return and Equilibrium: Some Clarifying Comments», *Journal of Finance*, vol. XXIII, n.º 1, pp. 29-40.
- (1970): «Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work», *Journal of Finance*, vol. XXV, n.º 2, pp. 383-417.
- (1978): «The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of its Security Holders», *American Economic Review*, junio, pp. 272-284.
- FAMA, E. F.; FRENCH, K. R. (1992): «The Cross-Section of Expected Stock Returns», *Journal of Finance*, vol. XLVII, n.º 2, pp. 427-465.
- (1995): «Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns», *Journal of Finance*, vol. L, n.º 1, pp. 131-155.
- FAMA, E. F.; MACBETH, J. D. (1973): «Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests», *Journal of Political Economy*, 81, mayo, pp. 607-636.
- FERRUZ, L. (1989): «Organización y Estructura de la Función Financiera Internacional», *Esic Market*, 66, octubre-diciembre, pp. 99-107.
- (1990): «Notas para una Historia de las Decisiones Financieras Empresariales», *Esic Market*, 70, octubre-diciembre, pp. 73-84.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (1995): «Panorama de la Teoría Financiera», III Foro de Finanzas, Bilbao, pp. 11-54.
- GULTEKIN, M. N.; GULTEKIN, N. B. (1987): «Stock Return Anomalies and the Test of APT», *Journal of Finance*, vol. XLII, n.º 5, pp. 1213-1224.
- GULTEKIN, M. N.; GULTEKIN, N. B.; PENATI, A. (1989): Capital Controls and International Capital Market Segmentation: The Evidence from the Japanese and American Stock Markets», *Journal of Finance*, vol. XLIV, septiembre, pp. 849-869.
- HERTZ, D. B. (1964): «Risk Analysis in Capital Investment», *Harvard Business Review*, enero-febrero, pp. 95-106.
- HILLIER, F. S. (1963): The Derivation of Probabilistic Information for the Evaluation of Risky Investments», *Management Science*, n.º 9, abril, pp. 443-457.
- JALILVAND, A.; HARRIS, R. S. (1984): «Corporate Behaviour in Adjusting Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study», *Journal of Finance*, vol. XXXIX, n.º 1, pp. 127-145.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. (1976): «The Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n.º 4, pp. 305-360.
- KIM, E. H. (1974): *A Theory of Optimal Financial Structure in Market Equilibrium: A Critical Examination of the Effects of Bankruptcy and Corporate Income Taxation*. Tesis Doctoral, cit. por Suárez (1993).
- KIM, E. H.; BRADLEY, M.; JERREL, G. A. (1984): «On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence», *Journal of Finance*, vol. XXXIX, n.º 3, pp. 857-878.
- KIM, E. H.; LEWELLEN, W.; MCCONNELL, J. (1979): Financial Leverage Clientless: Theory and Evidence», *Journal of Financial Economics*.
- LAKATOS, I. (1981): *Matemáticas, Ciencias y Epistemología*. Ed. Alianza Universidad, Madrid.
- LELAND, H. (1994): Corporate Debt Value, Bond Covenants and Optimal Capital Structure», *Journal of Finance*, vol. IL, n.º 4, pp. 1213-1251.

- LEVY, H.; SARNAT, J. (1982): *Capital Investment and Financial Decisions*, pp. 378-381. Ed. Prentice-Hall International Inc. Englewood Cliffs, New Jersey.
- LINTNER, J. (1965): Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification», *Journal of Finance*, diciembre, pp. 587-615.
- LITZENBERGER, R. H.; RAMASWAMY, K. (1982): The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects on Information Effects», *Journal of Finance*, vol. XXXVII, n.º 2, pp. 429-443.
- LITZENBERGER, R. H.; RAMASWAMY, K.; SOSIN, H. (1980): «On the CAPM Approach to the Estimation of a Public Utility's Cost of Equity Capital», *Journal of Finance*, vol. XXXV, n.º 2, pp. 369-383.
- LORIE, J. H.; SAVAGE, L. J. (1955): «Three Problems in Rationing Capital», *Journal of Business*, octubre, pp. 229-239.
- MAGEE, J. F. (1964): «Decisions Trees for Decision Making», *Harvard Business Review*, julio-agosto, pp. 126-138.
- MAO, C. T. (1974): *Análisis Financiero*. Ed. El Ateneo, Buenos Aires.
- MARCH, J. G.; SIMON, H. A. (1980): *Teoría de la Organización*. Ed. Ariel.
- MARKOWITZ, H. (1952): «Portfolio Selection», *Journal of Finance*, vol. VII, n.º 1, pp. 77-91.
- (1959): *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. Ed. John Wiley, New York.
- (1987): *Mean-Variance Analysis in Portfolio Choice and Capital Markets*. Ed. Basil Blackwell Ltd., New York.
- MARTÍN MARÍN, J. L. (1996): «Panorama de las Finanzas en España». *Cuadernos Aragoneses de Economía*. Universidad de Zaragoza. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. No publicado.
- MILLER, M. H. (1977): «Debt and Taxes», *Journal of Finance*, vol. XXXII, n.º 2, pp. 261-275.
- MILLER, M. H.; SCHOLES, M. S. (1978): «Dividend and Taxes», *Journal of Financial Economics*, mayo, pp. 1-22.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. (1958): «The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment», *The American Economic Review*, vol. XLVIII, n.º 3, junio, pp. 261-297.
- MODIGLIANI, F.; MILLER, M. (1963): «Corporate Income, Taxes and the Cost of Capital: A Correction», *The American Economic Review*, vol. LIII, junio, pp. 433-443.
- MOSSIN, J. L. (1966): «Equilibrium in a Capital Asset Market», *Econometrica*, octubre, pp. 768-873.
- PABLO LÓPEZ, A. de (1987): *Apuntes de Inversión*. Facultad de CC.EE. y Empresariales. Universidad de Zaragoza. No publicado.
- PIRLA, J. M. (1980): *Economía y Gestión de la Empresa*. Ed. I.C.E., Madrid.
- PIKE, R.; DOBBINS, R. (1987): *Investment Decisions and Financial Strategy*. Ed. Philip Allan Publishers Ltd. Oxford.
- POTERBA, J.; SUMMERS, L. (1984): «New Evidence that Taxes Affect the Valuation of Dividends», *Journal of Finance*, vol. XXXIX, n.º 5, pp. 1397-1415.
- ROBICHECK, A. A. (1970): *Investigaciones y Decisiones Financieras y Administrativas*. Ed. Limusa-Wiley, Méjico.
- ROLL, R.; ROSS, S. A. (1980): «An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory», *Journal of Finance*, vol. XXXV, n.º 5, pp. 1073-1103.
- (1984): «A Critical Reexamination of the Empirical Evidence on the Arbitrage Pricing Theory», *Journal of Finance*, vol. XXXIX, n.º 2, pp. 347-350.

- ROSS, S. A. (1976): «The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing», *Journal of Economic Theory*, vol. 13, diciembre, pp. 341-360.
- (1985): «Debt, Taxes and Uncertainty», *Journal of Finance*, vol. XL, n.º 3, pp. 637-658.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE (1995): *Finanzas Corporativas*, 1.ª ed. en español de la 3.ª en inglés. Ed. Irwin.
- RUSSEL, H.; GANAPATHY, S. (1982): *Financial Econometrics*. Ed. Prentice-Hall Inc. Englewood Cliffs, New Jersey.
- SARIG, O.; SCOTT, J. (1985): «The Puzzle of Financial Leverage Clienteless», *Journal of Finance*, vol. XL, n.º 5, pp. 1459-1467.
- SCHNEIDER, E. (1970): *Teoría de la Inversión*. Ed. El Ateneo, Buenos Aires. La primera edición data de 1951, y el original en alemán de 1944.
- SHARPE, W. F. (1964): «Capital Assets Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk», *Journal of Finance*, vol. XIX, n.º 3, pp. 425-442.
- (1970): *Portfolio Theory and Capital Markets*. Ed. McGraw Hill, Nueva York. Existe traducción al castellano como *Teoría de Cartera y Mercado de Capitales*, de Ed. Deusto, Bilbao, 1974.
- SOLOMON, E. (1969): *The Theory of Financial Management*. Columbia University Press, Nueva York. Existe traducción al francés de Ed. Dunod, 1973.
- SUÁREZ, A. S.(1995): *Decisiones Optimas de Inversión y Financiación en la Empresa*. Ed. Pirámide, Madrid.
- TINIC, S. M.; WEST, R. R.(1984): «Risk and Return: January vs. the Rest of the Year», *Journal of Political Economy*, febrero, pp. 561-574.
- (1986): «Risk, Return and Equilibrium: A Revise», *Journal of Political Economy*, febrero, pp. 126-147.
- TITMAN, S.; WESSELS, R. (1988): «The Determinants of Capital Structure Choice», *Journal of Finance*, vol. XLIII, n.º 1, pp. 1-19.
- VAN HORNE, J. C. (1988): *Administración Financiera*. Ed. Prentice-Hall Hispanoamericana, Méjico.
- WARNER, J. (1977): «Bankruptcy Costs: Some Evidence», *Journal of Finance*, vol. XXXII, n.º 2, pp. 337-347.
- WEINGARTNER, H. M. (1966): «Capital Budgeting of Interrelated Projects: Survey and Synthesis», *Management Science*, vol. XII, n.º 7, pp. 485-516.
- WESTON, J. F.; BRIGHAM, E. F. (1984): *Finanzas en Administración*, Tomos I y II. Ed. Iberoamericana