

# 1

## Visión general de las finanzas en la empresa

JUAN A. MAROTO ACÍN y JUAN MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO

1. *Finanzas*
2. *Finanzas de empresa*
3. *El objetivo de la gestión empresarial*
4. *El director financiero*
5. *La ética en la gestión empresarial*

## ■ 1. Finanzas

Entendemos por *Finanzas* el estudio de cómo las personas asignan recursos financieros escasos a lo largo del tiempo con el objetivo de incrementar su valor. Esto implica dos cuestiones básicas:

- Los costes y beneficios de las decisiones financieras se extienden a lo largo del tiempo.
- Nadie, incluido el decisor, conoce con certeza en el momento de tomar la decisión cuáles van a ser esos costes y beneficios.

Al igual que para tomar cualquier tipo de decisión a lo largo de nuestra vida es necesario valorar las diversas alternativas de que disponemos en cada momento para acabar eligiendo aquella que consideramos más beneficiosa, las *finanzas de empresa* hacen algo similar, *valoran* los activos<sup>1</sup> y con arreglo a ello *analizan las decisiones financieras* a través de las cuales se puede obtener un aumento del valor de la empresa.

La interrelación existente entre el análisis de la decisión a tomar y la valoración viene dada desde el momento en que un activo cualquiera solo debería ser adquirido si se cumple la condición necesaria de que su valor sea superior a su precio de coste (esta condición no es suficiente porque puede haber otros activos que generen más valor para la empresa).

De esta manera, las *teorías financieras* agrupan, por un lado, una serie de conceptos que ayudan a tomar decisiones sobre cómo asignar los recursos financieros disponibles a lo largo del tiempo; y, por otro, una serie de modelos cuantitativos que ayudan a valorar las diversas alternativas, a tomar decisiones, a llevarlas a cabo y a juzgar sobre sus resultados.

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

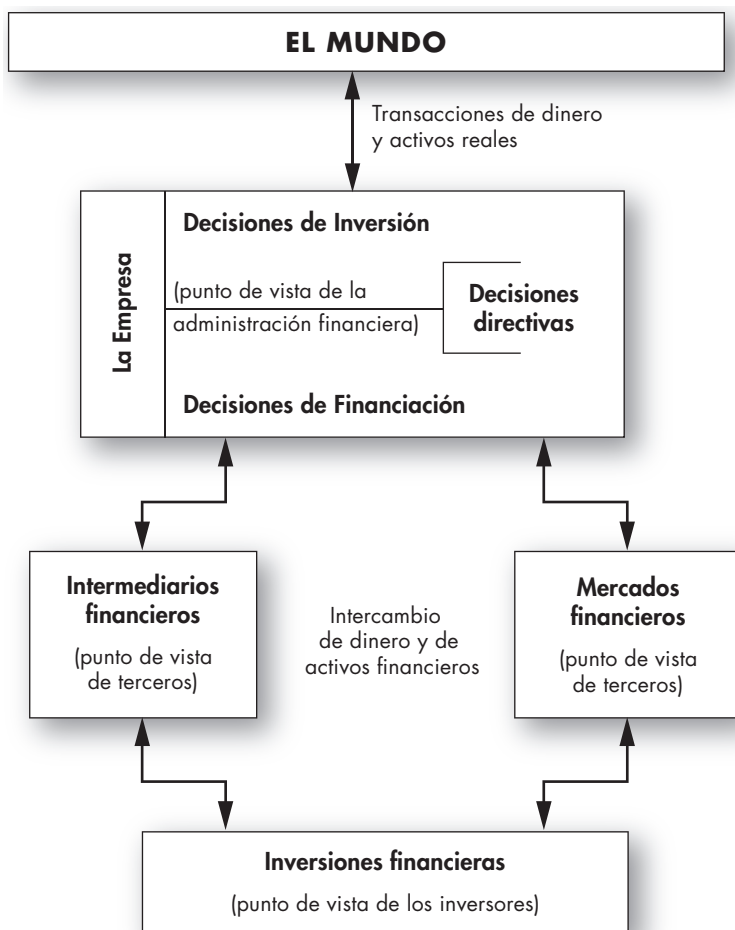
1. *Las finanzas corporativas (Corporate Finance)* o *finanzas de empresa* se centran en la forma en la que las empresas pueden crear valor y mantenerlo a través del uso eficiente de los recursos financieros que materializan en activos productivos. Ejemplos: el equilibrio financiero, el análisis de la inversión en nuevos activos, el

---

<sup>1</sup> Un *activo*, en un sentido amplio, significa algo que se posee y tiene, por tanto, un posible valor de uso y un valor de cambio. En el caso de la empresa, los activos pueden ser *operativos* –son los necesarios para llevar a cabo el objeto productivo de la empresa (edificios, terrenos, maquinaria, vehículos, patentes, inventarios, etcétera)– y *financieros* –son títulos representativos de un derecho a obtener rendimientos periódicos y un beneficio futuro (acciones, obligaciones, préstamos, etcétera).

reemplazamiento de viejos activos, las fusiones y adquisiciones de empresas, el análisis del endeudamiento, la emisión de acciones y obligaciones, etcétera.

2. La *inversión financiera* (*Investment*) examina las transacciones financieras desde el punto de vista de los activos financieros y los inversores, es decir, de la otra parte de la transacción, que es la que adquiere los activos financieros emitidos por las empresas<sup>2</sup>. Ejemplos: la valoración de acciones, la selección de activos financieros, el análisis de bonos, el uso de opciones y futuros, la medida del comportamiento de la cartera, etcétera.



**Figura 1.** El ámbito de estudio de las finanzas.

<sup>2</sup> Las funciones de los activos financieros son: la transferencia de fondos (son la garantía para recuperar posteriormente esos fondos) y la transferencia de riesgos (cada persona tiene una expectativa distinta sobre sus rendimientos y beneficios futuros).

3. Los *mercados financieros* y los *intermediarios* tratan de las decisiones de financiación de las empresas y los particulares, pero desde el punto de vista de unos terceros a dichas decisiones. Los *mercados financieros*<sup>3</sup> analizan dichas transacciones desde el punto de vista de un observador independiente (los inversores en su conjunto) y en ellos tienen lugar las operaciones de compra y venta de los activos financieros a través de compañías que operan por cuenta ajena únicamente (*brokers*) y de las que también pueden operar por cuenta propia (*dealers*). Los *intermediarios financieros* analizan las transacciones financieras con la óptica de agentes especializados que las hacen posibles, al casar volúmenes de fondos, plazos de vigencia y costes de las mismas: adquieren los activos financieros emitidos por las empresas para mantenerlos como inversiones crediticias y las financian emitiendo ellos mismos otros activos financieros que ofrecen a los inversores y depositantes a cambio de sus recursos.

## ■ 2. Finanzas de empresa

Las empresas se crean y organizan para satisfacer las necesidades que tienen las personas, ya sean éstas físicas o jurídicas. Esa es su gran responsabilidad. Si lo hacen bien, ganarán dinero y aumentará su valor; por otra parte, si lo hacen mal, o el producto o servicio que proporcionan no es necesario, perderán dinero y reducirán su valor hasta desaparecer.

El tamaño de las empresas puede ir desde las formadas por una sola persona (ya se denomine autónomo, autopatrón o empresario individual), pasando por las micro, pequeñas y medianas empresas (las denominadas pymes) hasta acabar en las grandes compañías multinacionales. Todas ellas toman decisiones financieras, decisiones que se agrupan bajo el nombre de *finanzas corporativas* o *finanzas de empresa*. Estas se subdividen en:

- *Planificación estratégica*<sup>4</sup>: Implica la valoración de costes y beneficios, que se extienden a lo largo del tiempo, referidos al objeto de la empresa. En este ámbito, las finanzas corporativas permiten homogeneizar y comparar todas sus áreas funcionales, ya sean la logística, la producción, el marketing o la dirección.
- *Presupuesto de capital*<sup>5</sup>: Implica la valoración de la adquisición o *inversión* en nuevos proyectos, que aumenten el valor de la empresa, y cómo llevarlos a cabo mediante la financiación disponible. Esto implicará, a su vez, la adquisición de activos fijos materiales (maquinaria, edificios, vehículos de transporte, laborato-

<sup>3</sup> Las funciones de los mercados financieros son: la determinación del precio de los activos financieros, la generación de liquidez y la reducción de los costes de negociación y de transacción.

<sup>4</sup> Véanse los Capítulos 5 y 12.

<sup>5</sup> Véanse los Capítulos 6 y 8.

rios, etcétera) e inmateriales (concesiones, patentes, marcas, I+D+i...), así como la de los activos circulantes necesarios para garantizar el funcionamiento de los equipos.

- *Estructura de capital*<sup>6</sup>: Analiza las fuentes financieras que van a proporcionar los recursos necesarios para financiar los proyectos de inversión de la empresa. Es decir, estudia cómo financiar la empresa como un todo buscando la mezcla financiera óptima entre los recursos financieros proporcionados por los dueños o socios de la compañía (acciones ordinarias, acciones preferentes, participaciones, etcétera) y los suministrados por los acreedores (obligaciones, préstamos, *leasings*, etcétera.) a diferentes plazos de amortización.
- *Fondo de maniobra*<sup>7</sup>: Trata de la gestión de los activos y pasivos a corto plazo, es decir, del día a día de la empresa (inventarios, gestión de cobros a los clientes y de los pagos a los proveedores, gestión de la tesorería, etcétera).

### ■ 3. El objetivo de la gestión empresarial

El objetivo de la gerencia de una pyme o del equipo directivo de una mediana o gran empresa debe ser la *máxima creación de valor posible*, es decir, que la empresa o la compañía valgan cada vez más. Los directivos que persiguen este objetivo a largo plazo consiguen que sus empresas sean más saludables –económicamente hablando– lo que genera beneficios macro como economías más fuertes, mejores niveles de vida y más oportunidades de empleo. Por supuesto que dicho objetivo debe cumplirse con arreglo a la ley y respetando unas normas éticas.

Las empresas crean valor cuando el capital invertido genera una tasa de rendimiento superior al coste de oportunidad del mismo. Esto es, que ese rendimiento en la empresa impida pensar que hubiéramos hecho mejor invirtiendo en otra o, simplemente, en Deuda Pública.

El valor de la empresa viene representado por el valor de mercado de su Activo; y como es lógico (si los mercados fueran tan eficientes como deberían ser), este debe ser igual al valor de mercado de su Pasivo y Patrimonio Neto, que, a su vez, son iguales a la suma del valor de mercado de sus acciones más el valor de mercado de sus deudas<sup>8</sup>.

Si tenemos en cuenta que, en condiciones normales, el valor del endeudamiento oscilará en las cercanías de su valor contable, parece lógico pensar que la creación de valor en la empresa se reflejará básicamente en el aumento del valor de sus acciones o fondos

<sup>6</sup> Véanse los Capítulos 9, 10 y 11.

<sup>7</sup> Véanse los Capítulos 3 y 4.

<sup>8</sup> La empresa tendrá un valor de mercado aunque no cotice en bolsa. Será difícil de conocer, pero eso no le hace inexistente. Por ejemplo, los intermediarios financieros lo tienen muy en cuenta cuando aplican mayores o menores primas de riesgo a los tipos de interés de los créditos que conceden a las empresas.

propios. Valor que depende de las decisiones de inversión, financiación y reparto de dividendos que tome su gerencia o equipo directivo.

Por tanto, también se puede decir que el principal objetivo de la gestión empresarial es la *maximización del valor de la compañía para sus propietarios*<sup>9</sup>. En la idea de que, al aumentar el valor de la empresa, el principal incremento se produce en el valor de los fondos propios de la misma. Este objetivo permite hacer coincidir las decisiones que tomarían los propietarios si, además, fueran los directivos de la empresa (aplicarían el refrán de que «el ojo del amo engorda al caballo»), con las que toman los propios directivos de la empresa cuando no son los propietarios (en este caso, los directivos son agentes de los propietarios y hay que procurar que sus objetivos sean coincidentes). Ahora bien, este objetivo supone implícitamente que los mercados de capitales son competitivos y funcionan perfectamente<sup>10</sup>, y que las decisiones son legales y éticas.

Concretando, este objetivo proporciona al consejo de administración de la empresa y a su equipo directivo una directriz clara, que facilita la adopción de decisiones y la evaluación de sus prestaciones, favorece la formación de capital y la más correcta asignación de recursos y acompasa eficientemente el diseño de la organización a los incentivos y riesgos de todas las partes implicadas en la empresa (los llamados *stakeholders* o grupos de interés)<sup>11</sup>.

Por otra parte, es preciso señalar que el importante papel que representa dicho objetivo en la asignación de recursos en una economía de mercado no goza de una aceptación generalizada. Esto se debe, entre otras razones, a la incertidumbre y frustración que han producido los grandes despidos de personal debidos a las reestructuraciones empresariales realizadas en nombre de aquel y a las críticas a la alta dirección por buscar, aparentemente, su propio interés y centrarse en enfoques miopes en la cotización diaria de las acciones. Además, en la Unión Europea existe una creciente tensión entre las prácticas empresariales que persiguen este objetivo necesario en un mercado mundial competitivo y la larga tradición establecida de mantenimiento del bienestar social<sup>12</sup>.

Es importante explicar claramente por qué el objetivo consistente en crear el máximo valor posible para los accionistas es el idóneo tanto desde el punto de vista empresarial como del social. La idea subyacente es que los accionistas ordinarios (los *shareholders* o propietarios, en su caso) son los últimos en recibir dinero de la empresa, por ello se dice que sus derechos son *residuales*; de tal manera que, antes de que ellos reciban can-

<sup>9</sup> En palabras de Van Horne, «la creación de valor se producirá siempre que el equipo directivo haga algo por los propietarios de la empresa que ellos no pueden hacer por sí mismos». VAN HORNE, James: *Financial Management and Policy*. Englewood Cliffs (NJ): Prentice Hall (10.ª ed.), 1995: p. 2.

<sup>10</sup> La existencia de un mercado de valores permite a los directivos sustituir una parte de la información externa que es fácil de obtener (los precios de las acciones) por otra que es muy complicada de conseguir (preferencias y riqueza de los accionistas, oportunidades de inversión, etcétera).

<sup>11</sup> Véase el epígrafe «1.3 Creación de valor para el accionista», *Informe Olivencia*. CNMV, marzo 1998.

<sup>12</sup> RAPPAPORT, Alfred: *La creación de valor para el accionista*. Bilbao: Deusto (2.ª ed.), 1998: pp. 21-22.

tividad alguna, deben haber recibido lo que les corresponde: los clientes, los proveedores, los empleados de la empresa, el Estado, los acreedores y los accionistas preferentes. Es entonces y solo entonces cuando lo que queda va a manos de los accionistas (vía dividendos, reinversión de beneficios retenidos o recompra de acciones). Por tanto, si las decisiones empresariales van dirigidas a hacer que el dinero sobrante para los accionistas sea el mayor posible, sin perjudicar a ninguno de los que ocupan un lugar precedente en la cola, esas decisiones crearán valor y, en caso contrario, lo destruirán. Evidentemente, se supone que todos los pagos a los accionistas ordinarios son el resultado de una negociación óptima y que todos consideran que reciben en justicia lo que les corresponde (también tienen sus costes de oportunidad, que desean ver cubiertos), porque, si no, surgirá un conflicto que dañará la creación de valor.

### 3.1. No hay que maximizar el beneficio por acción

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

## ■ 4. El director financiero

El director financiero es aquella persona que tiene como misión la captación y el destino de los recursos financieros en las mejores condiciones posibles para conseguir crear el máximo valor de la empresa. En las empresas grandes el director financiero está al frente de un equipo humano, mientras que en las pymes simultaneará su trabajo con el de contable, administrador, responsable de recursos humanos, etcétera.

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

---

<sup>13</sup> *Flujo de caja* es la traducción literal del inglés *cash flow* y hace referencia al dinero líquido o efectivo; por ello, también se puede denominar *flujo de liquidez* y se calcula como la diferencia entre cobros y pagos esperados a una fecha concreta.

Y ya que hablamos de economía, no conviene perder de vista que el directivo financiero debe comprender el entramado económico en el que se mueve su empresa y mantenerse alerta sobre los cambios que puedan producirse tanto en la actividad económica como en la política económica. Por ello deberá conocer tanto la información disponible como las teorías económicas e industriales o sectoriales para poder utilizarlas a la hora de gestionar su negocio de una forma eficiente. De ahí que el principio económico básico utilizado en la dirección financiera sea el *análisis marginal*, esto es: las decisiones de inversión-financiación deberán tomarse y llevarse a cabo cuando los ingresos marginales esperados superen a los costes marginales<sup>14</sup>.

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

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

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

Deberá responsabilizarse del *empleo de los recursos financieros* en los proyectos de inversión más rentables para la empresa. En definitiva, le corresponde decidir dónde se van a gastar los fondos disponibles por la compañía, dependiendo de esta decisión los beneficios futuros y la evolución posterior de la compañía. Esta tarea está íntimamente relacionada con la expuesta a continuación, puesto que la decisión de invertir en un posible negocio presupone la necesidad de financiarse y el coste de esta última afecta a dicha decisión. En esta tarea está incluida la gestión de la tesorería sobrante de la empresa mientras no se destina a financiar algún proyecto de inversión.

En cuanto a la *consecución de los fondos necesarios*, deberá elegir entre las diversas fuentes financieras a las que la empresa pueda acceder. Estas pueden clasificarse en *internas* y *externas*, siendo las primeras las provenientes de la propia empresa a través de la retención e inversión de parte de los beneficios en los propios negocios de la compañía; mientras que las fuentes de recursos externos incluyen tanto a los propietarios de la em-

---

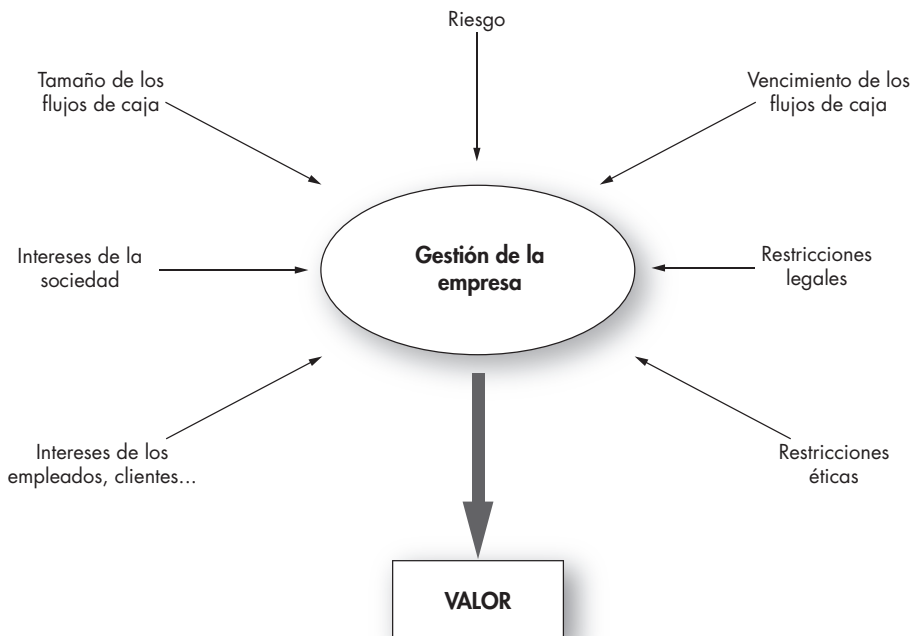
<sup>14</sup> Por *ingreso marginal* se entiende el ingreso que produce en la empresa la última unidad de producto o servicio vendida. El coste de esta última unidad de producto es el *coste marginal*. Así que si usted ahora mismo pregunta en su empresa cuál es la última unidad de producto que se ha vendido, mire qué ingreso ha producido y qué coste, y ya tiene el ingreso y el coste marginal.



presa como a personas e instituciones ajenas a la misma. Todas estas fuentes financieras tienen unas ciertas características comunes, como son: el coste, el vencimiento, la disponibilidad, los gravámenes sobre los activos y otras condiciones impuestas por los proveedores de capital. El director financiero deberá determinar la mejor mezcla de fondos para la empresa de acuerdo con el análisis de las características mencionadas, y sin olvidar la influencia de los aportantes de unos u otros recursos sobre la autonomía directiva de la empresa (de ahí que algunas grandes empresas, particularmente las de origen familiar, eludan las deudas por el control que estas suponen sobre su gestión).

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

En la Figura 2 se muestran todas las restricciones que actúan sobre el director financiero de cara a la consecución de su objetivo. Este se conseguirá gracias a la habilidad, conocimientos y mano izquierda de aquel, así como por la capacidad que demuestre para transformar la información disponible en conocimiento para sus decisiones.



**Figura 2.** Variables que influyen sobre el director financiero.

## ■ 5. La ética en la gestión empresarial

En los epígrafes anteriores hemos señalado que el objetivo de la gestión financiera empresarial es hacer que la empresa tenga el mayor valor posible en el mercado cumpliendo la legalidad vigente y comportándose de forma ética. Así que ha llegado el momento de hablar de esta última, en el bien entendido que se ha de integrar dentro de un marco más amplio que podemos denominar del buen gobierno empresarial o corporativo. Y que abarca el conjunto de pautas de actuación y procedimientos de supervisión mediante los cuales se asegura que las decisiones directivas contribuyan a la creación de valor para toda la organización empresarial.

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

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

Al nivel más básico, un comportamiento ético requiere el cumplimiento de todas las normas y regulaciones que se apliquen a su trabajo. Pero, en un sentido más amplio, no basta solo con cumplir lo anterior sino que también se deberá tener una idea personal de lo que está bien y lo que está mal, en una especie de código deontológico personal. Hay quien piensa que la realización de los negocios implica corrupción, inmoralidad y ninguna ética. Sin embargo, otras personas creen que la ética es esencial para la rentabilidad y la supervivencia de la empresa (su sostenibilidad) e, incluso, que los comportamientos éticos en los negocios deben ser superiores a los de otros segmentos de la sociedad, por su carácter ejemplificador.

Concretando, el comportamiento ético consiste en *hacer las cosas de forma honesta*. Ahora bien, esta definición no es fácil de aplicar adecuadamente desde el momento en que puede haber varios puntos de vista sobre cómo hacer las tareas honestamente. Por esta razón, en los últimos años han surgido una serie de dilemas éticos respecto a la práctica de la gestión financiera, sobre todo en el caso de que el comportamiento de algunos individuos sea distinto de los deseos de la gran mayoría de la población, incluso aunque aquel no sea ilegal. Cooke<sup>15</sup> sugiere que a la hora de valorar la viabilidad ética de una decisión (financiera) determinada deben hacerse las siguientes preguntas:

<sup>15</sup> COOKE, Robert: «Business Ethics: A Perspective», en *Arthur Andersen Cases on Business Ethics*. Chicago: Arthur Andersen, septiembre 1991: pp. 2-5.

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

Por otra parte, para Gómez-Bezares<sup>16</sup> los comportamientos éticos son aquellos que contribuyen al bien común y si ello permite obtener un beneficio, este actuará como «incentivo».

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

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

- Los problemas de Bayer con respecto a las muertes debidas al uso del Lipobay, un medicamento de control del colesterol, le provocó una caída de su valor de mercado que reflejaba, no solo el valor actual de las indemnizaciones que deberá pagar, sino el valor actual de las pérdidas futuras debidas a la desconfianza sobre el resto de sus preparados (solo en España sus beneficios cayeron un 41% debido a este problema).
- El BBVA perdió un 5% de su valor el 7 de abril de 2002 al conocerse que durante más de diez años había ocultado al Fisco y al Banco de España la existencia de unas cuentas secretas en su sucursal en la isla de Jersey.
- El caso de Enron no solo ha dado con la empresa en el cementerio (de un valor de 68.000 millones de dólares en agosto de 2001 hasta unos 600 millones a fin de año, en el momento de la quiebra) sino que ha arrastrado a la auditora Arthur Andersen al vacío y con ella dio un duro golpe a la credibilidad de todas las firmas de auditoría.
- Desde el 25 de abril de 2002 hasta el mismo día del mes siguiente las acciones de Dynergy se depreciaron un 66%. En la primera fecha la SEC abrió una investigación a la empresa por «transacciones fantasmas» que buscaban, a fines de 2001, crear la falsa sensación de que el volumen de negocio aumentaba sin cesar (se compraba y vendía la misma energía al mismo precio a otra empresa, con lo que se

---

<sup>16</sup> GÓMEZ-BEZARES, Fernando: *Ética, economía y finanzas*. Logroño: Gobierno de La Rioja, 2001: p. 116.

generaba una falsa idea de aumento del volumen de ventas). Su consejero delegado, Charles Watson, dimitió el 28 de mayo.

- En 1995, la empresa petrolera Shell sufrió dos golpes en su reputación: el intento de vertidos de su plataforma Brent Spar y su fracaso ante el Gobierno nigeriano a la hora de evitar que un activista de derechos humanos, que actuaba en una zona controlada por Shell, fuese ejecutado. La cotización de Shell cayó en Alemania debido a un boicot de los consumidores.
- Durante 2002 el banco de inversión Merrill Lynch vio caer su cotización en bolsa debido a una serie de prácticas deshonestas de sus analistas financieros, lo que puso a la compañía a tiro de posibles compradores. Las posibles relaciones entre sus analistas y sus banqueros de inversión, algo totalmente prohibido por la ley, que debieran haber impedido las «murallas chinas», han sido escrutadas por la SEC.
- En abril de 2002, Credit Suisse First Boston (CSFB) fue multado con 100 millones de dólares por la SEC por realizar supuestas ofertas engañosas acerca de acciones de empresas tecnológicas.

En opinión de Fuller y Jensen<sup>17</sup>, la relación de los directivos con el mercado debe adaptarse a una serie de pautas como las que aparecen a continuación:

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

<sup>17</sup> FULLER, Joseph y JENSEN, Michael: «Just Say No to Wall Street», *Journal of Applied Corporate Finance*, 2002: pp. 6-7. Disponible en <http://papers.ssrn.com/abstract=297156>

- Con objeto de limitar sus ilusiones, los directivos deben reconciliar sus propias proyecciones con las del sector y las de sus competidores. Si sus proyecciones son más optimistas que las de aquellos o las de los analistas, deberán explicar en qué se basan.

Actualmente se piensa<sup>18</sup> que un programa ético efectivo crea valor en la empresa porque produce beneficios positivos. Por ejemplo: puede reducir los potenciales costes de litigación y juicios; mantener una imagen empresarial positiva; aumentar la confianza de los accionistas, y aumentar la lealtad, implicación y respeto de los integrantes de la empresa y de todos aquellos que se relacionan con ella (clientes, proveedores, comunidad, etcétera). Tales acciones, al mantener y aumentar los flujos de caja y reducir el riesgo percibido (al aumentar la confianza de los inversores), pueden afectar positivamente al precio de mercado de la empresa. Los vendedores sensibles éticamente consiguen mejores resultados –el precio de las acciones desciende al anunciarse comportamientos empresariales deshonestos– y las empresas que tienen un compromiso ético con sus grupos de interés (*stakeholders*) en los informes anuales se comportan financieramente mejor<sup>19</sup>.

Muchas compañías tienen códigos formales de comportamiento ético que son un componente importante de su cultura empresarial<sup>20</sup>. Más aún, hay profesiones que obligan a sus asociados a seguir unos comportamientos éticos preestablecidos (abogados, auditores, analistas financieros, intermediarios financieros, entre otras).

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

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

## Bibliografía

BODIE, Zvi, MERTON, Robert y CLEETON, David: *Financial Economics*. Upper Saddle River (NJ): Pearson Prentice Hall (2.ª ed.), 2008.

BREALEY, Richard y MYERS, Stewart: *Fundamentos de Financiación Empresarial*. Madrid: McGraw-Hill (7.ª ed.), 2007.

<sup>18</sup> ANG, James: «On Financial Ethics», *Financial Management*, otoño 1993: pp. 32-59.

<sup>19</sup> THE ECONOMIST: «Business Ethics: Doing well by doing good», *The Economist*, 22 de abril de 2000: pp. 72-74.

<sup>20</sup> La primera oficina de ética corporativa, en los Estados Unidos, fue creada por General Dynamics en 1985.

- COOKE, Robert: «Business Ethics: A Perspective», en *Arthur Andersen Cases on Business Ethics*. Chicago: Arthur Andersen, 1991.
- EMERY Douglas y FINNERTY, John: *Corporate Financial Management*. Upper Saddle River (NJ): Prentice Hall, 1997.
- FULLER, Joseph y JENSEN, Michael: «Just Say No to Wall Street», *Journal of Applied Corporate Finance*. Spring 2002. Disponible en <http://papers.ssrn.com/abstract=297156>
- GÓMEZ-BEZARES, Fernando: *Ética, economía y finanzas*. Logroño: Gobierno de La Rioja, 2001.
- MASCAREÑAS, Juan: *Innovación financiera*. Madrid: McGraw-Hill, 1999.
- RAPPAPORT, Alfred: *La creación de valor para el accionista*. Bilbao: Deusto (2.ª ed.), 1998.
- ROSS, Stephen, WERTERFIELD, Randolph y JAFFE, Jeffrey: *Finanzas Corporativas*. Madrid: McGraw-Hill (3.ª ed.), 1997.
- SUÁREZ, Andrés: *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*. Madrid: Pirámide (18.ª ed.), 1997.
- THE ECONOMIST: «Business Ethics: Doing well by doing good», *The Economist*, 22 de abril de 2000: pp. 72-74.
- THE ECONOMIST: «Curse of the ethical executive». *The Economist*, 17 de noviembre de 2001: p. 84.
- THE ECONOMIST: «Prosecutor's dilemma», *The Economist*, 15 de junio de 2002: pp. 86-87.

