

### Perspectiva general de las finanzas corporativas

- >> 1 Introducción a las finanzas corporativas
- 2 Estados financieros, impuestos y flujo de efectivo

# Introducción a las finanzas corporativas

Apple Computer se inició como una sociedad colectiva de dos hombres en una cochera. Creció rápidamente, y para 1985 se había convertido en una importante corporación que cotizaba en la bolsa de valores, con 60 millones de acciones de capital accionario y un valor de mercado total de más de mil millones de dólares. En esa época, el cofundador más visible de la empresa, Steven Jobs, de 30 años de edad, poseía siete millones de acciones del capital accionario de Apple, cuyo valor era de alrededor de 120 millones de dólares.

A pesar de sus intereses en la compañía y de su labor en la fundación y el éxito de ésta, Jobs se vio obligado a renunciar a sus responsabilidades operativas en 1985, cuando el desempeño financiero de Apple se deterioró, y posteriormente presentó su renuncia definitiva.

Por supuesto, no es posible hacer que un buen empresario permanezca

inactivo. Jobs formó Pixar Studios, la compañía responsable de la animación de películas que han sido éxitos de taquilla, como *Monsters Inc.* y *Finding Nemo*, entre otras. Pixar empezó a cotizar en la bolsa de valores en 1985 y, después de una entusiasta recepción en el mercado de valores, las acciones en poder de Jobs, 80 por ciento del total, fueron valuadas en alrededor de 100 millones de dólares. Por último, sólo para demostrar que el mundo da muchas vueltas, en 1997 el futuro de Apple todavía estaba en duda, por lo que la compañía, en su lucha por una oportunidad en un mundo con un sistema operativo "Wintel", decidió seguir la ruta de la secuela cuando contrató a un nuevo director ejecutivo interino: ¡Steven Jobs! ¡Qué tanto éxito tuvo en su nuevo (antiguo) trabajo? En enero de 2000, el consejo de administración de Apple le cedió a Jobs opciones de compra de acciones

con un valor de 200 millones de dólares y añadió 90 millones de dólares para la compra y el mantenimiento de un jet Gulfstream V. Edgar Woolard, miembro del consejo, declaró: "Este hombre ha salvado a la compañía." En 2004, después de la introducción de productos como la exitosa Apple iPod, *Business Week* nombró a Jobs como el administrador del año.

El entendimiento de la trayectoria de Jobs, desde empresario con base en una cochera a ejecutivo corporativo, ex empleado y, por último, director ejecutivo, lleva al análisis de aspectos relacionados con la forma corporativa de la organización, las metas de la corporación y el control corporativo, todo lo cual se examina en este capítulo.

**Para iniciar el estudio** de las finanzas corporativas y la administración financiera modernas es necesario abordar dos aspectos fundamentales. En primer lugar, ¿qué son las finanzas corporativas y cuál es la función del administrador financiero en la corporación? En segundo lugar, ¿cuál es la meta de la administración financiera? Para describir el entorno de la administración financiera, se considera la forma de organización corporativa y se analizan algunos conflictos que surgen dentro de la corporación. Asimismo, se examinan brevemente los mercados financieros de Estados Unidos.

Visite el sitio de Internet que



complementa a este libro en [www.mhhe.com/rwj](http://www.mhhe.com/rwj).

## 1.1

# FINANZAS CORPORATIVAS Y EL ADMINISTRADOR FINANCIERO

En esta sección se examina dónde tiene cabida el administrador financiero en la corporación. Se empieza definiendo las finanzas corporativas y el trabajo del administrador financiero.

## ¿Qué son las finanzas corporativas?

Imagine que usted va a iniciar su propio negocio. No importa qué tipo de negocio va a emprender, en una u otra forma deberá responder a las tres siguientes preguntas:

1. ¿Qué tipo de inversiones a largo plazo debe hacer? Es decir, ¿en qué líneas de negocios estará, o qué clase de edificios, maquinaria y equipo necesitará?
2. ¿En dónde obtendrá el financiamiento a largo plazo para pagar su inversión? ¿Invitará a otros propietarios, o pedirá dinero prestado?
3. ¿Cómo administrará sus operaciones financieras cotidianas, como cobranza a clientes y pagos a proveedores?

De ninguna manera las anteriores son las únicas preguntas, pero se encuentran entre las más importantes. En términos generales, las finanzas corporativas estudian las formas de responder a estas tres preguntas. Por consiguiente, en los siguientes capítulos se analizan cada una de ellas.

## El administrador financiero

Una característica sorprendente de las grandes corporaciones es que los propietarios (los accionistas) por lo común no participan directamente en la toma de decisiones, en particular las que se toman a diario. En vez de ello, la corporación emplea a administradores para que representen los intereses de los propietarios y tomen decisiones en su nombre. En una corporación grande, el administrador financiero estaría a cargo de responder a las tres preguntas que se plantearon en la sección anterior.

La función del administrador financiero por lo común está relacionada con un alto funcionario de la empresa, como el vicepresidente de finanzas o algún otro ejecutivo de finanzas (director de finanzas). La figura 1.1 es un diagrama organizacional que pone de relieve la actividad financiera en una empresa grande. Como se muestra, el vicepresidente de finanzas coordina las actividades del tesorero y del contralor. La oficina del contralor maneja las contabilidades de costos y financiera, los pagos de impuestos y los sistemas de información de la administración. La oficina del tesorero es responsable de administrar el efectivo y el crédito de la empresa, la planeación financiera y los gastos de capital. Todas estas actividades de la tesorería están relacionadas con las tres preguntas generales que se plantearon antes, y los siguientes capítulos estudian estos aspectos. De esta manera, nuestro estudio se relaciona en su mayor parte con las actividades comúnmente relacionadas con la oficina del tesorero.

## Decisiones de la administración financiera

Como lo sugiere la exposición anterior, el administrador financiero se debe interesar en tres tipos básicos de preguntas, que a continuación se consideran con más detalle.

**Presupuesto de capital** La primera pregunta concierne a las inversiones a largo plazo de la empresa. El proceso de planear y administrar las inversiones a largo plazo de una empresa se llama **presupuesto de capital**. En el presupuesto de capital, el administrador financiero trata de identificar las oportunidades de inversión que para la empresa tienen un valor mayor que el costo de su adquisición. Hablando en términos generales, esto quiere decir que el valor del flujo de efectivo generado por un activo excede al costo de ese activo.

Los tipos de oportunidades de inversión que por lo común se considerarían dependen en parte de la naturaleza del negocio de la empresa. Por ejemplo, para una cadena grande como Wal-Mart,

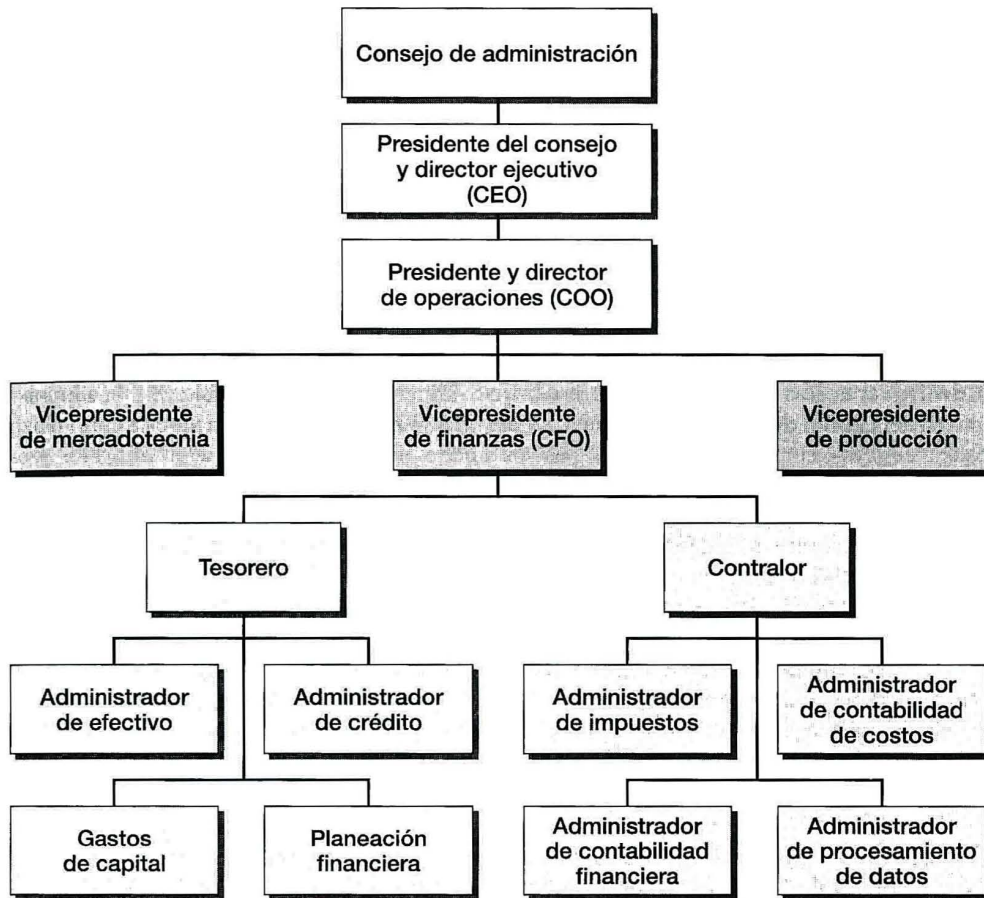


En el sitio [www.careers-in-business.com](http://www.careers-in-business.com) se describe el trabajo que se realiza en el campo de las finanzas y otras áreas.



Visite el sitio [www.cfo.com](http://www.cfo.com) para saber más acerca de los asuntos actuales con los que tratan los directores ejecutivos.

**presupuesto de capital**  
Proceso de planear y administrar las inversiones a largo plazo de una empresa.



<< FIGURA I.1  
 Diagrama organizacional simplificado. Los títulos exactos y la organización difieren de una compañía a otra

la decisión de abrir o no otra tienda sería una decisión importante del presupuesto de capital. De manera similar, para una compañía de software como Oracle o Microsoft, la decisión de crear y vender una nueva hoja de cálculo sería una decisión importante del presupuesto de capital. Algunas decisiones, como qué tipo de sistema de computadora se debe comprar, podrían no depender tanto de una línea de negocios particular.

Sin hacer caso de la naturaleza específica de una oportunidad que se está considerando, los administradores financieros se deben preocupar no sólo por cuánto dinero esperan recibir, sino también por cuándo esperan recibirlo y qué tan probable es que lo reciban. La evaluación del *volumen*, del *momento oportuno* y del *riesgo* de los futuros flujos de efectivo es la esencia del presupuesto de capital. De hecho, como se verá en los siguientes capítulos, siempre que se evalúe una decisión de negocios, el volumen, el momento oportuno y el riesgo de los flujos de efectivo seguirán siendo, con mucho, los aspectos más importantes que deben considerarse.

**Estructura del capital** La segunda pregunta para el administrador financiero concierne a las formas en que la empresa obtiene y administra el financiamiento a largo plazo que necesita para respaldar sus inversiones a largo plazo. La **estructura de capital** (o estructura financiera) de una empresa es la mezcla específica de deuda a largo plazo y capital que la empresa utiliza para financiar sus operaciones. El administrador financiero tiene dos preocupaciones en esta área. En primer lugar, ¿cuánto debe pedir prestado la empresa? Es decir, ¿qué mezcla de deuda y capital es la mejor? La mezcla elegida afectará tanto el riesgo como el valor de la empresa. En segundo lugar, ¿cuáles son las fuentes de fondos menos costosas para la empresa?

**estructura de capital**  
 Mezcla de la deuda y el capital mantenida por una empresa.

Si se visualiza a la empresa como un pastel, entonces la estructura de capital determina cómo se rebana el pastel; en otras palabras, qué porcentaje del flujo de efectivo de la empresa va a los acreedores y qué porcentaje va a los accionistas. Las empresas cuentan con mucha flexibilidad al elegir una estructura financiera. La cuestión de si una estructura es mejor que cualquier otra para una empresa particular es la esencia del problema de la estructura de capital.

Además de decidir con respecto a la mezcla financiera, el administrador financiero debe decidir exactamente cómo y dónde obtener el dinero. Los gastos relacionados con la obtención de un financiamiento a largo plazo pueden ser considerables, de manera que se deben evaluar con sumo cuidado las diferentes posibilidades. Además, las corporaciones le piden dinero prestado a una variedad de acreedores de distintas, y en ocasiones insólitas, maneras. La elección entre acreedores y entre tipos de préstamos es otra tarea que le corresponde al administrador financiero.

**Administración del capital de trabajo** La tercera pregunta concierne a la administración del **capital de trabajo**. El término *capital de trabajo* se refiere a los activos a corto plazo de una empresa, como inventario, y los pasivos a corto plazo, como dinero adeudado a los proveedores. La administración del capital de trabajo es una actividad cotidiana que asegura que la empresa cuente con suficientes recursos para seguir adelante con sus operaciones y evitar costos interrupciones. Esto comprende varias actividades relacionadas con el recibo y el desembolso de efectivo de la empresa.

Las siguientes son algunas preguntas acerca del capital de trabajo a las que se debe responder: 1) ¿Qué tanto inventario y efectivo se debe tener disponibles? 2) ¿Se debe vender a crédito? De ser así, ¿qué términos se ofrecerán y a quiénes se les concederá crédito? 3) ¿Cómo se obtendrá cualquier financiamiento a corto plazo necesario? ¿Se comprará a crédito o se pedirá dinero prestado a corto plazo y se pagará en efectivo? Si se pide prestado a corto plazo, ¿cómo y dónde se debe hacerlo? Ésta es sólo una pequeña muestra de los problemas que surgen en la administración del capital de trabajo de una empresa.

**Conclusión** Las tres áreas de la administración financiera corporativa que se acaba de describir (administración del presupuesto de capital, de la estructura de capital y del capital de trabajo) son categorías muy amplias. Cada una incluye una extensa variedad de temas y sólo se han indicado unas pocas de las preguntas que surgen en las diferentes áreas. Los capítulos siguientes contienen muchos más detalles.

### Preguntas de conceptos

- 1.1a ¿Qué es la decisión del presupuesto de capital?
- 1.1b ¿Cómo denomina usted a la mezcla específica de deuda a largo plazo y capital que decide utilizar una empresa?
- 1.1c ¿En qué categoría de la administración financiera tiene cabida la administración del efectivo?

## 1.2

### FORMAS DE ORGANIZACIÓN EMPRESARIAL

Casi todas las empresas grandes de Estados Unidos, como Ford y Microsoft, están organizadas como corporaciones. Examínense las tres formas legales diferentes de la organización de negocios: propiedad única, sociedad y corporación, para ver la razón de ello. Cada una de las tres formas tiene ventajas y desventajas características en términos de la vida de la empresa, la capacidad de la empresa para reunir efectivo y los impuestos. Una observación clave es que, a medida que crece una empresa, las ventajas de la forma corporativa pueden llegar a exceder a las desventajas.

**capital de trabajo**  
Activos y pasivos a corto  
plazo de una empresa.

## Propiedad única

Una **empresa de propiedad única** es propiedad de una sola persona. Es el tipo de empresa más sencilla de iniciar y es la forma de organización menos regulada. Dependiendo de dónde se viva, se podría iniciar una empresa de este tipo haciendo un poco más que obtener una licencia de funcionamiento y abrir las puertas. Por esta razón, hay más empresas de propiedad única que cualquier otro tipo de empresa. Muchas empresas que más adelante se convierten en grandes corporaciones se inician como pequeñas empresas de un solo dueño.

El propietario de una empresa de este tipo se queda con todas las utilidades. Ésa es la buena noticia. La mala noticia es que el propietario tiene una *responsabilidad ilimitada* respecto a las deudas del negocio. Esto significa que los acreedores pueden ir más allá de los activos del negocio, hasta los activos personales del propietario, para que les paguen. De manera similar, no hay ninguna distinción entre el ingreso personal y el del negocio, de manera que todo el ingreso del negocio se grava como un ingreso personal.

La vida de una empresa de propiedad única está limitada al lapso de vida del propietario y, es importante observar, la cantidad de capital que se puede reunir está limitada a la riqueza personal del propietario. Esta limitación a menudo significa que la empresa es incapaz de explotar nuevas oportunidades debido a un capital insuficiente. Para finalizar, podría ser difícil transferir la propiedad de la empresa debido a que esta transferencia requiere la venta de todo el negocio a un nuevo propietario.

### empresa de propiedad única

Empresa que es propiedad de un solo individuo.

Para obtener más información sobre las formas de organización empresarial, véase la sección "Small Business" en [www.nolo.com](http://www.nolo.com)



## Sociedad colectiva

Una **sociedad colectiva** es similar a una empresa de propiedad única, excepto que hay dos o más propietarios (socios). En una *sociedad general*, todos los socios participan en las ganancias o pérdidas, y todos tienen una responsabilidad ilimitada respecto a *todas* las deudas de la sociedad, no sólo a una porción particular. La forma en que se dividen las ganancias (y las pérdidas) de la sociedad se describe en el *contrato de asociación*. Este contrato puede ser un convenio verbal informal, como "vamos a iniciar un negocio de poda de pasto", o un prolijo documento formal.

En una *sociedad limitada*, uno o más *socios generales* estarán al frente del negocio y tendrán una responsabilidad ilimitada, pero habrá uno o más *socios limitados* que no participarán de manera activa en el negocio. La responsabilidad de un socio limitado respecto a las deudas del negocio está limitada a la cantidad con la que el socio contribuye a la sociedad. Esta forma de organización es común, por ejemplo, en los negocios de bienes raíces.

Las ventajas y desventajas de una sociedad son básicamente las mismas que las de la empresa de propiedad única. La constitución de sociedades basadas en un contrato relativamente informal es fácil y económica. Los socios generales tienen una responsabilidad ilimitada respecto a las deudas de la sociedad, y la sociedad se termina cuando un socio general desea vender o fallece. Todo el impuesto se grava como impuesto personal para los socios y la cantidad de capital que se puede reunir está limitada a la riqueza combinada de los socios. La propiedad de una sociedad general no se puede transferir fácilmente debido a que la transferencia requiere que se constituya una nueva sociedad. El interés de un socio limitado se puede vender sin disolver la sociedad, pero podría ser difícil encontrar un comprador.

Debido a que en una sociedad general es posible que se haga responsable a un socio de todas las deudas de la sociedad, es muy importante tener un contrato por escrito. Si no se explican en forma clara los derechos y las obligaciones de los socios, con frecuencia surgen malos entendidos más adelante. Además, si se es un socio limitado, uno no debe involucrarse demasiado en las decisiones de negocios, a menos que se esté dispuesto a asumir las obligaciones de un socio general. La razón es que si las cosas resultan mal, es posible que lo consideren a uno como un socio general, aun cuando uno diga que es un socio limitado.

Basándose en esta exposición, las principales desventajas de las empresas de propiedad única y de las sociedades colectivas como formas de organizaciones de negocios son: 1) la responsabilidad ilimitada de las deudas del negocio por parte de los propietarios, 2) la vida limitada de la empresa y 3) la dificultad de transferir la propiedad. Estas tres desventajas se suman a un solo problema central: la capacidad de esas empresas de crecer está considerablemente limitada por la incapacidad de reunir efectivo para sus inversiones.

### sociedad colectiva

Empresa constituida por dos o más individuos o entidades.

**corporación**

Empresa creada como una entidad legal concreta, que se compone de uno o más individuos o entidades.

## Corporación

La **corporación** es la forma más importante (en términos de tamaño) de la organización de negocios en Estados Unidos. Una corporación es una “persona” legal separada y distinta de sus propietarios, que cuenta con muchos de los derechos, obligaciones y privilegios de una persona real. Las corporaciones pueden pedir dinero prestado y poseer propiedades, pueden demandar y ser objeto de demandas y pueden celebrar contratos. Una corporación incluso puede ser un socio general o un socio limitado en una sociedad colectiva. Asimismo, una corporación puede poseer acciones de otra corporación.

No es de sorprender que el inicio de una corporación de alguna manera sea un poco más complicado que el inicio de otras formas de organización empresarial. La constitución de una corporación implica la preparación de los *artículos de constitución* (o carta de constitución) y una serie de *estatutos*. Los artículos de constitución deben incluir, entre otras cosas, el nombre de la corporación, su vida proyectada (que puede ser para siempre) y el número de acciones que se pueden emitir. Esta información por lo común se debe proporcionar al estado donde se constituirá la empresa. Para la mayoría de los propósitos legales, la corporación es una “residente” de ese estado.

Los estatutos son reglas que describen la forma en que la corporación regula su propia existencia. Por ejemplo, los estatutos describen la forma en la que se elige a los directores. Estos estatutos podrían ser una declaración muy sencilla de ciertos procedimientos y reglas, o podrían ser muy extensos en el caso de las grandes corporaciones. Los accionistas podrían modificar o ampliar los estatutos de tiempo en tiempo.

En una corporación grande, los accionistas y los administradores por lo común constituyen grupos separados. Los accionistas eligen al consejo de administración, que después selecciona a los administradores. La administración tiene a su cargo dirigir los asuntos de la corporación, teniendo en cuenta los intereses de los accionistas. En principio, los accionistas controlan las operaciones, debido a que son ellos quienes eligen a los directores.

Como resultado de la separación de propiedad y administración, la forma corporativa tiene varias ventajas. La propiedad (representada por acciones del capital accionario) se puede transferir fácilmente y, por consiguiente, la vida de la corporación no está limitada. La corporación pide dinero prestado bajo su propio nombre. Como resultado, los accionistas de una corporación tienen una responsabilidad limitada en lo que concierne a las deudas corporativas. Lo más que pueden perder es lo que han invertido.

La relativa facilidad de transferir la propiedad, la responsabilidad limitada en lo que concierne a las deudas del negocio y la vida ilimitada del negocio son las razones por las cuales la forma corporativa es superior cuando se trata de reunir efectivo. Por ejemplo, si una corporación necesita nuevo capital, puede vender nuevas acciones de capital y atraer a nuevos inversionistas. Un ejemplo de esto es Apple Computer, que se mencionó al principio del capítulo. Apple fue pionera en el negocio de las computadoras personales. Cuando la demanda por sus productos aumentó de manera extraordinaria, Apple se vio obligada a adoptar la forma corporativa de organización con el fin de reunir el capital necesario para consolidar el crecimiento y la creación de nuevos productos. El número de propietarios puede ser considerable: las grandes corporaciones tienen muchos miles o incluso millones de accionistas. Por ejemplo, en 2004, General Electric Corporation (mejor conocida como GE) tenía alrededor de cuatro millones de accionistas y aproximadamente diez mil millones de acciones en circulación. En tales casos, la propiedad cambia constantemente, sin afectar la continuidad del negocio.

La forma corporativa tiene una desventaja característica. Debido a que una corporación es una persona legal, debe pagar impuestos. Además, el dinero pagado a los accionistas en forma de dividendos se grava una vez más como un ingreso de esos accionistas. Esto es una *doble imposición*, lo que significa que las utilidades de la corporación están sujetas a un doble impuesto: a nivel corporativo cuando se ganan y una vez más a nivel personal cuando se pagan.<sup>1</sup>

Hoy en día, los 50 estados de Estados Unidos han promulgado leyes que permiten la creación de una forma relativamente nueva de organización empresarial: la compañía de responsabilidad

<sup>1</sup>Una corporación S es un tipo especial de pequeña corporación que en realidad está sujeta al pago de impuestos como una asociación colectiva y, por consiguiente, evita la doble imposición. En 2004, el número máximo de accionistas en una corporación S era de 75.

limitada (LLC, por las siglas de *limited liability company*). La meta de esta entidad es operar y estar sujeta a impuestos como una sociedad colectiva, pero conservar una responsabilidad limitada para sus propietarios, de manera que una LLC es esencialmente una forma híbrida de una asociación colectiva y una corporación. Aun cuando los estados tienen diferentes definiciones para las LLC, la referencia más importante es el Internal Revenue Service (IRS). El IRS considerará a una LLC como una corporación, sujetándola así a la doble imposición, a menos que cumpla con ciertos criterios específicos. En esencia, una LLC no debe ser demasiado parecida a una corporación; de lo contrario, el IRS la tratará como una de éstas. Las LLC se han vuelto muy comunes. Por ejemplo, Goldman Sachs & Co., una de las últimas asociaciones colectivas restantes de Wall Street, decidió convertirse de una asociación privada en una LLC (más adelante “empezó a cotizar en la bolsa de valores” y se convirtió en una compañía de propiedad pública). Un gran número de grandes empresas contables y despachos legales se han convertido en LLC.

Como lo ilustra la exposición de esta parte del capítulo, la necesidad que tienen las empresas grandes de inversionistas y acreedores externos es tal que la forma corporativa por lo general será la mejor para ellas. En los capítulos siguientes la atención se centra en las corporaciones debido a la importancia de esta forma corporativa en la economía de Estados Unidos y en las economías mundiales. Además, algunos aspectos importantes de la administración financiera, como la política de dividendos, son únicos de las corporaciones. Sin embargo, las empresas de todos tipos y tamaños necesitan una administración financiera, de manera que la mayoría de los temas que se exponen se relaciona con cualquier forma empresarial.

¿Qué tan difícil es constituir una LLC? Visite [www.llc.com](http://www.llc.com) para averiguarlo.

### Una corporación con otro nombre...

La forma corporativa de organización tiene muchas variantes en todo el mundo. Por supuesto, las leyes y regulaciones exactas difieren de un país a otro, pero las características esenciales de la propiedad pública y la responsabilidad limitada son las mismas. Estas compañías a menudo se llaman *compañías de sociedad por acciones*, *compañías públicas limitadas* o *sociedades de responsabilidad limitada*, dependiendo de la naturaleza específica de la empresa y del país de origen.

La tabla 1.1 proporciona los nombres de algunas corporaciones internacionales muy conocidas, su país de origen y una traducción de la abreviación que sigue al nombre de la compañía.

#### Preguntas de conceptos

- 1.2a ¿Cuáles son las tres formas de organización de empresas?
- 1.2b ¿Cuáles son las ventajas y desventajas principales de las empresas de propiedad única y las sociedades colectivas?
- 1.2c ¿Cuál es la diferencia entre una sociedad colectiva general y una limitada?
- 1.2d ¿Por qué la forma corporativa es superior cuando se trata de conseguir efectivo?

**TABLA 1.1 >>** Corporaciones internacionales

Compañía	País de origen	Tipos de compañía	
		En el idioma original	Traducción
Bayerische Motorenwerke (BMW) AG	Alemania	Aktiengesellschaft	Corporación
Dornier GmBH	Alemania	Gesellschaft mit Beschraenkter Haftung	Compañía de responsabilidad limitada
Rolls-Royce PLC	Reino Unido	Public limited company	Compañía pública limitada
Shell UK Ltd.	Reino Unido	Limited	Corporación
Unilever NV	Holanda	Naamloze Vennootschap	Compañía de sociedad por acciones
Fiat SpA	Italia	Societa per Azioni	Compañía de sociedad por acciones
Volvo AB	Suecia	Aktiebolag	Compañía de sociedad por acciones
Peugeot SA	Francia	Société Anonyme	Compañía de sociedad por acciones

## 1.3

## LA META DE LA ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

Suponiendo que se restrinja uno a empresas que obtienen utilidades, la meta de la administración financiera es ganar dinero o añadir valor para los propietarios. Por supuesto, esta meta es un poco vaga, de manera que a continuación se examinan algunas formas diferentes de formularla con el fin de encontrar una definición más precisa. Esta definición es importante, debido a que conduce a una base objetiva para tomar decisiones financieras y evaluarlas.

### Metas posibles

Si fueran a considerarse las posibles metas financieras, se podrían encontrar algunas ideas como las siguientes:

- Sobrevivir.
- Evitar las dificultades financieras y la quiebra.
- Derrotar a la competencia.
- Maximizar las ventas o la participación de mercado.
- Minimizar los costos.
- Maximizar las utilidades.
- Mantener un crecimiento constante de las ganancias.

Éstas sólo son algunas de las metas que sería posible mencionar. Además, cada una de estas posibilidades, como una meta, le presenta problemas al administrador financiero.

Por ejemplo, es fácil incrementar la participación de mercado o las ventas de unidades; todo lo que se debe hacer es bajar los precios o relajar los términos de crédito. De manera similar, siempre es posible reducir los costos, simplemente prescindiendo de cosas como investigación y desarrollo. Resulta posible evitar la quiebra si nunca se pide dinero prestado o nunca se corren riesgos, etc. No está claro de qué manera cualquiera de estas actividades sea en beneficio de los accionistas.

La maximización de las utilidades probablemente sería la meta más citada comúnmente, pero incluso ése no es un objetivo muy preciso. ¿Significa obtener utilidades este año? De ser así, entonces se debe hacer notar que acciones como diferir el mantenimiento, dejar que los inventarios disminuyan y tomar otras medidas de reducción de costos a corto plazo tenderán a incrementar las utilidades ahora, pero estas actividades no son necesariamente deseables.

La meta de maximizar las utilidades se podría referir a alguna especie de utilidades “a largo plazo” o “promedio”, pero aun así no está claro qué es exactamente lo que significa esto. En primer lugar, ¿se quiere decir algo como contabilizar el ingreso neto o las ganancias por acción? Como se estudia con más detalle en el siguiente capítulo, estas cifras contables podrían tener muy poco que ver con lo que es bueno o malo para la empresa. En segundo, ¿a qué se refiere uno cuando se dice a largo plazo? Como observó en una ocasión un famoso economista, ¡en el largo plazo todos estaremos muertos! Para finalizar, esta meta no dice cuál es el trueque apropiado entre las utilidades actuales y futuras.

Las metas que se han mencionado aquí son todas diferentes, pero tienden a caer en dos clases. Las metas de la primera clase se relacionan con la rentabilidad. Todas las metas que implican ventas, participación de mercado y control de costos se relacionan, al menos potencialmente, con diferentes formas de obtener utilidades y de incrementarlas. Las metas del segundo grupo, que implican evitar la quiebra, estabilidad y seguridad, se relacionan de alguna manera con el control del riesgo. Por desgracia, estos dos tipos de metas son un tanto contradictorios. La búsqueda de utilidades por lo común implica cierto elemento de riesgo, de manera que en realidad no es posible maximizar tanto la seguridad como las utilidades. Por consiguiente, lo que se necesita es una meta que abarque a ambos factores.

## La meta de la administración financiera

El administrador financiero en una corporación toma decisiones en nombre de los accionistas de la empresa. Debido a esto, en vez de hacer una lista de las posibles metas para el administrador financiero, lo que en realidad se necesita es responder a una pregunta más fundamental: desde el punto de vista de los accionistas, ¿en qué consiste una buena decisión de la administración financiera?

Si se supone que los accionistas compran acciones porque buscan ganar en el aspecto financiero, entonces la respuesta es obvia: las buenas decisiones incrementan el valor de las acciones y las malas decisiones disminuyen el valor de las acciones.

Dadas las observaciones anteriores, se concluye que el administrador financiero actúa en beneficio de los accionistas tomando decisiones que incrementan el valor de las acciones. De esta manera, la meta apropiada para el administrador financiero se puede expresar fácilmente:

**La meta del administrador financiero es maximizar el valor actual por acción de las acciones existentes.**

La meta de maximizar el valor de las acciones evita los problemas relacionados con las diferentes metas antes mencionadas. No hay ninguna ambigüedad en el criterio y no hay un problema a corto ni a largo plazos. Se quiere decir explícitamente que la meta consiste en maximizar el valor *actual* de las acciones.

Si esta meta le parece a usted un poco fuerte o unidimensional, debe tener presente que los accionistas de una empresa son propietarios residuales. Con esto se quiere decir que sólo tienen derecho a lo que queda después de pagarles a empleados, proveedores y acreedores lo que se les adeuda. Si cualquiera de estos grupos se queda sin recibir ese pago, los accionistas no obtienen nada. Por consiguiente, si los accionistas están ganando en el sentido de que el sobrante, la porción residual, está aumentando, debe ser cierto que todos los demás también están ganando.

Debido a que el objetivo de la administración financiera es maximizar el valor de las acciones, es necesario aprender la forma de identificar aquellos arreglos de financiamiento y aquellas inversiones que tienen un efecto favorable sobre el valor de las acciones. Esto es precisamente lo que se va a estudiar. En realidad se podría haber definido a las finanzas corporativas como el estudio de la relación entre las decisiones de negocios y el valor de las acciones en los negocios.

## Una meta más general

Conocida la meta expresada en la sección anterior (maximizar el valor de las acciones), surge una pregunta obvia: ¿cuál es la meta apropiada cuando la empresa no cotiza en la bolsa de valores? Ciertamente, las corporaciones no son el único tipo de empresa, y las acciones en muchas corporaciones muy rara vez cambian de manos, de manera que resulta difícil decir cuál es el valor por acción en cualquier momento determinado.

Siempre y cuando se trate de empresas que buscan obtener utilidades, sólo se necesita una ligera modificación. El valor de las acciones en una corporación es simplemente igual al valor del capital de los propietarios. Por consiguiente, una forma más general de expresar la meta es como sigue: maximizar el valor de mercado del capital existente de los propietarios.

Si se tiene presente lo anterior, no importa si la empresa es de propiedad única, una sociedad colectiva o una corporación. En cada caso, las buenas decisiones financieras incrementan el valor de mercado del capital de los propietarios y las malas decisiones financieras lo disminuyen. De hecho, aun cuando se ha decidido enfocarse en las corporaciones en los capítulos siguientes, los principios que se exponen se aplican a todas las formas empresariales. Muchos de ellos incluso son aplicables en el sector cuyo fin no es el lucro.

Por último, la meta no implica que el administrador financiero deba emprender acciones ilegales o no éticas con la esperanza de incrementar el valor del capital de la empresa. Lo que se quiere decir es que el administrador financiero hace un buen trabajo para los propietarios de la empresa al identificar bienes y servicios que le añaden valor a la empresa, ya que éstos son valorados y apreciados en el mercado libre.

**Preguntas de conceptos**

**I.3a** ¿Cuál es la meta de la administración financiera?

**I.3b** ¿Cuáles son algunas desventajas de la meta de maximización de las utilidades?

**I.3c** ¿Puede usted dar una definición de finanzas corporativas?

**I.4****EL PROBLEMA DE AGENCIA  
Y EL CONTROL  
DE LA CORPORACIÓN**

Se ha visto que el administrador financiero actúa en beneficio de los accionistas al emprender acciones que incrementan el valor de las acciones de capital. Sin embargo, también se ha observado que en las grandes corporaciones la propiedad está repartida entre un gran número de accionistas. Esta dispersión de la propiedad significa de manera cuestionable que la administración efectivamente controla a la empresa. En este caso, ¿la administración actuará necesariamente en beneficio de los accionistas? Dicho de otra manera, ¿acaso no podría la administración aspirar a alcanzar sus propias metas a costa de las de los accionistas? En las siguientes páginas se examinan brevemente algunos de los argumentos que se relacionan con esta pregunta.

**Relaciones de agencia**

La relación entre los accionistas y la administración se conoce como *relación de agencia*. Ésta existe siempre que alguien (el principal o jefe) contrata a otra persona (el agente) para que represente sus intereses. Por ejemplo, para vender un automóvil que es de su propiedad, usted podría contratar a alguien (un agente) para que lo venda mientras usted está en la universidad. En todas esas relaciones hay una posibilidad de un conflicto de intereses entre el principal y el agente. Ese conflicto se llama **problema de agencia**.

**problema de agencia**

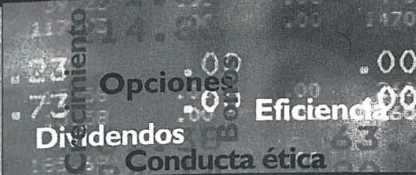
Posibilidad de un conflicto de intereses entre los accionistas y la administración de una empresa.

Suponga que usted contrata a alguien para que venda su automóvil y que conviene en pagarle a esa persona una comisión fija cuando realice la venta. El incentivo del agente en este caso es hacer la venta, no necesariamente obtener el mejor precio para usted. Si usted ofrece una comisión, digamos el 10 por ciento del precio de venta, en vez de una comisión fija, entonces es posible que este problema no exista. Este ejemplo ilustra que la forma en la cual se compensa a un agente es un factor que afecta a los problemas de agencia.

**Metas de la administración**

Para ver cómo podrían diferir los intereses de la administración y los de los accionistas, imagine que la empresa está considerando una nueva inversión. Se espera que esa nueva inversión tenga un efecto favorable en el valor de las acciones, pero también es un negocio relativamente arriesgado. Los propietarios de la empresa desearán aprobar la inversión (debido a que el valor de las acciones aumentará), pero la administración tal vez no lo haga, debido a que existe la posibilidad de que las cosas resulten mal y se pierdan puestos administrativos. Si la administración no aprueba la inversión, entonces los accionistas podrían perder una valiosa oportunidad. Éste es un ejemplo de un *costo de agencia*.

De una manera más general, el término de costo de agencia se refiere a los costos del conflicto de intereses entre los accionistas y la administración. Estos costos pueden ser indirectos o directos. Un costo de agencia indirecto es una oportunidad perdida, como la que se acaba de describir.



## Clifford W. Smith, Jr. habla sobre los incentivos del mercado para una conducta ética

>> La ética es un tema que ha estado despertando un creciente interés en la comunidad empresarial. Gran parte de esta discusión ha estado guiada por filósofos y se ha enfocado en los principios morales. En vez de repasar esos aspectos, quiero exponer una serie de aspectos complementarios (pero a menudo ignorados) desde el punto de vista de un economista. Los mercados les imponen costos potencialmente considerables a los individuos y las corporaciones que muestran una conducta que no es ética, de manera que estas fuerzas del mercado ofrecen incentivos importantes que fomentan la conducta ética en la comunidad empresarial.

En esencia, la economía es el estudio de cómo se hacen elecciones. Por consiguiente, yo quiero examinar la conducta ética simplemente como una elección a la que se enfrenta un individuo. El análisis económico sugiere que al considerar una acción, usted identifica sus costos y beneficios esperados. Si los beneficios estimados exceden a los costos estimados, usted emprende la acción; de no ser así, no lo hace. Para enfocar esta discusión, vamos a considerar la siguiente elección específica: suponga que usted tiene un contrato para entregar un producto de una calidad especificada. ¿Haría trampa reduciendo la calidad con el fin de bajar los costos, en un intento por incrementar la utilidad? La economía implica que cuanto más elevados sean los costos esperados del engaño, tanto más probabilidades hay de que se elijan acciones éticas. Este principio simple tiene varias implicaciones.

En primer lugar, cuanto más elevada sea la probabilidad de una detección, tanto menos probable es que un individuo haga trampas. Esta implicación ayuda a comprender numerosos arreglos institucionales para monitorear el mercado. Por ejemplo, una compañía conviene en que una empresa externa de contadores públicos audite sus estados financieros. Este monitoreo profesional periódico incrementa la probabilidad de una detección, reduciendo así cualquier

incentivo para una falsa declaración en los estados financieros de la empresa.

En segundo lugar, cuanto más elevadas sean las sanciones impuestas si se detecta el engaño, es menos probable que un individuo trate de engañar. Por consiguiente, una operación de negocios que se espera repetir entre las mismas partes enfrenta una probabilidad menor de un engaño, debido a que las utilidades desaprovechadas del flujo de futuras ventas que se ha perdido constituyen poderosos incentivos para el cumplimiento del contrato. Sin embargo, si la continua existencia corporativa es más incierta, también lo son los costos esperados de las futuras ventas perdidas. Por consiguiente, las empresas que tienen dificultades financieras tienen más probabilidades de engañar que las empresas financieramente sólidas. De esta manera, las empresas tienen incentivos para adoptar políticas financieras que ayuden a garantizar de manera creíble que no hay un engaño. Por ejemplo, si es difícil evaluar la calidad de un producto antes de la compra, los clientes dudan de las afirmaciones de una empresa acerca de la calidad del producto. Cuando la calidad es más incierta, los clientes sólo están dispuestos a pagar precios más bajos, de manera que esas empresas tienen incentivos particularmente poderosos para adoptar políticas financieras que impliquen una probabilidad más baja de insolvencia.

En tercer lugar, los costos esperados son más elevados si la información sobre el engaño se difunde rápida y ampliamente entre los futuros clientes potenciales. Los servicios de información como *Consumer Reports*, que monitorean y dan a conocer la calidad del producto, ayudan a desalentar el engaño. Al disminuir los costos para que los clientes potenciales supervisen la calidad, esos servicios aumentan los costos esperados del engaño.

Por último, los costos impuestos a una empresa a la que se sorprende engañando dependen de la evaluación del mercado de la falta de ética. Ciertas acciones que algunos podrían considerar como obvias transgresiones, podrían ser tomadas como

una conducta justificada por otros. Los estándares éticos también varían entre los mercados. Por ejemplo, un pago que si se divulga en Estados Unidos podría calificarse como un soborno, se podría considerar como una práctica de negocios estándar en un mercado de los países en desarrollo. Los costos impuestos serán más elevados mientras mayor sea el consenso de que la conducta no fue ética.

El establecimiento y mantenimiento de una reputación de conducta ética es un activo corporativo valioso en la comunidad empresarial. Este análisis sugiere que una empresa interesada en la conducta ética de sus empleados debe prestar una cuidadosa atención a los conflictos potenciales entre la administración, los empleados, los clientes, los proveedores, los acreedores y los accionistas de la empresa. Considérese a Sears, el gigante de los grandes almacenes, que fue sorprendido cobrándoles a los clientes por reparaciones de automóvil que eran de dudosa necesidad. En un esfuerzo por lograr que la compañía estuviera más orientada al servicio (como lo están los competidores, como Nordstrom), Sears había iniciado una política general de comisiones por ventas. Pero lo que funciona en prendas de vestir y artículos para el hogar no siempre funciona en la misma forma en el taller de reparación de automóviles. Un cliente que busca un traje para caballero podría saber tanto como el vendedor acerca del producto. Pero muchos clientes del taller de reparación de automóviles saben muy poco acerca del funcionamiento interno de sus vehículos y, por consiguiente, es más probable que confíen en las recomendaciones de los empleados para decidir acerca de sus compras. La política de compensación de Sears resultó en la recomendación de reparaciones innecesarias a los clientes. Sears no habría tenido que enfrentarse a los problemas de sus talleres de reparación y a la consiguiente erosión de su reputación si hubiera anticipado que su política de comisiones por las ventas alentaría a los empleados del taller automotriz a engañar a sus clientes.

Clifford W. Smith, Jr., es Profesor Epstein de Finanzas en la Escuela de Administración de Empresas Simon de la Universidad de Rochester. Es editor-asesor del *Journal of Financial Economics*. Su investigación se enfoca en la política financiera corporativa y la estructura de las instituciones financieras.

Los costos directos de agencia vienen en dos formas. El primer tipo es un gasto corporativo que beneficia a la administración, pero que les cuesta a los accionistas. Tal vez la adquisición de un lujoso e innecesario jet corporativo tendría cabida aquí. El segundo tipo de costo de agencia directo es un gasto que se origina de la necesidad de supervisar las acciones de la administración. Un ejemplo podría ser el pago a auditores externos para que evalúen la exactitud de la información de los estados financieros.

En ocasiones se argumenta que si se permite que hagan lo que quieran, los administradores tenderán a maximizar la cantidad de recursos sobre los cuales tienen control o, de una manera más general, el poder o la riqueza corporativos. Esta meta podría conducir a dar demasiada importancia al tamaño o al crecimiento corporativos. Por ejemplo, no son nada raros los casos en los que se acusa a la administración de pagar en exceso a fin de adquirir otra compañía sólo para aumentar el tamaño de la empresa o demostrar el poder corporativo. Obviamente, si hay un pago excesivo, esa compra no beneficia a los accionistas de la compañía adquirente.

La exposición anterior indica que la administración podría tender a hacer demasiado hincapié en la supervivencia organizacional para proteger la seguridad del empleo. Además, a la administración le podría desagradar la interferencia externa, de manera que es probable que la independencia y la autosuficiencia corporativas sean metas importantes.

## ¿Los administradores actúan en beneficio de los accionistas?

El que los administradores actúen realmente en beneficio de los accionistas depende de dos factores. En primer lugar, ¿qué tanto coinciden las metas de la administración con las metas de los accionistas? Esta pregunta se relaciona, por lo menos en parte, con la forma en la cual se compensa a los administradores. En segundo, ¿es posible reemplazar a los administradores si no trabajan para lograr las metas de los accionistas? Este aspecto se relaciona con el control de la empresa. Como se examina, hay varias razones para pensar que incluso en las empresas más grandes la administración tiene un considerable incentivo para actuar en beneficio de los accionistas.

**Compensación de los administradores** Con frecuencia la administración tiene un considerable incentivo económico para incrementar el valor de las acciones por dos razones. En primer lugar, la compensación de los administradores, en particular en el nivel superior, por lo común está vinculada con el desempeño financiero en general y a menudo con el valor de las acciones en particular. Por ejemplo, a los administradores por lo común se les da la opción de comprar acciones a un precio de ganga. Cuanto más valen las acciones, más valiosa es esta opción. De hecho, las opciones a menudo se utilizan para motivar a los empleados de todo tipo, no sólo a los administradores del nivel superior. Por ejemplo, en 2001 Intel anunció que estaba emitiendo nuevas opciones de acciones para 80 000 empleados, dándoles así a sus trabajadores un interés importante en el precio de sus acciones y alineando mejor los intereses de sus empleados y de sus accionistas. Muchas otras corporaciones, grandes y pequeñas, han adoptado políticas similares.

El segundo incentivo que tienen los administradores se relaciona con las perspectivas de trabajo. Quienes tienen un mejor desempeño en la empresa tenderán a que los promuevan. De manera más general, aquellos administradores que tienen éxito en alcanzar las metas de los accionistas tendrán más demanda en el mercado laboral y, por consiguiente, obtendrán salarios más elevados.

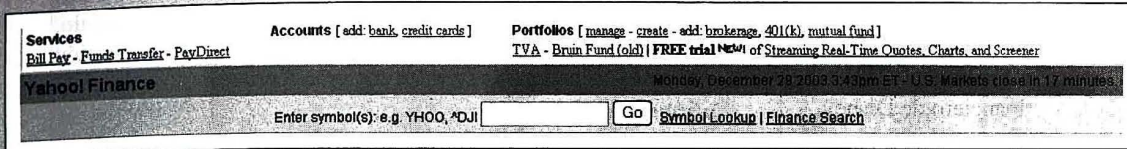
De hecho, los administradores que alcanzan las metas de los accionistas logran enormes recompensas. Por ejemplo, uno de los ejecutivos mejor pagados de Estados Unidos en 2003 fue Michael Dell, fundador de Dell Computers; según la revista *Forbes*, ganó alrededor de 82 millones de dólares. A modo de comparación, Dell ganó menos que Oprah Winfrey (180 millones), pero más que Shaquille O'Neal (30.5 millones) y mucho más que las gemelas Olsen (18 millones). Durante el periodo de 1999-2003, Larry Ellison, director ejecutivo de Oracle, fue el ejecutivo mejor pagado, ganando alrededor de 797 millones de dólares. Michael Eisner, presidente de Disney, ganó 715 millones de dólares, una suma no tan del Ratón Miguelito, durante el mismo periodo. La información sobre la compensación de ejecutivos, junto con una abundancia de otra información sobre casi cualquier compañía pública, se puede encontrar fácilmente en Internet. El cuadro *Trabaje en Internet* demuestra cómo empezar.



La ética en los negocios se considera en [www.business-ethics.com](http://www.business-ethics.com)

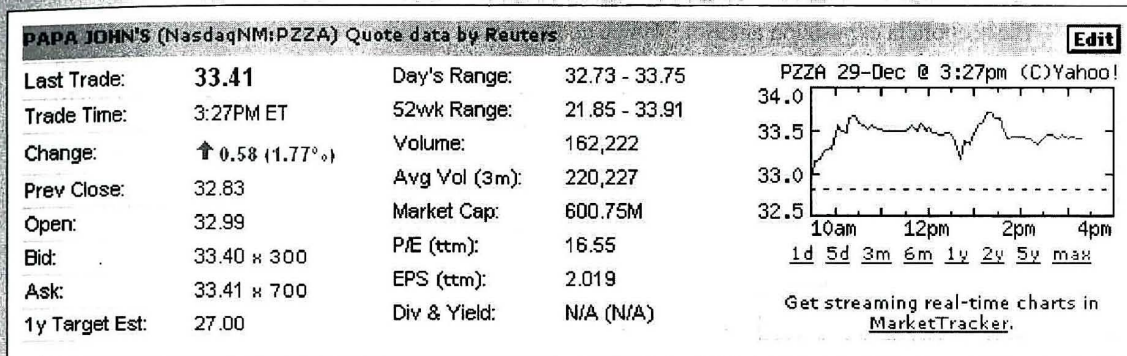
## TRABAJE EN INTERNET

La Internet es un lugar excelente para aprender más acerca de las compañías individuales y hay muchos sitios disponibles para ayudarle. Entre en [finance.yahoo.com](http://finance.yahoo.com). Una vez ahí, debe ver algo como esto en la página:



The screenshot shows the Yahoo Finance website with various navigation options: Services (Bill Pay, Funds Transfer, PayDirect), Accounts (add: bank, credit cards), and Portfolios (manage - create - add: brokerage, 401(k), mutual fund). It also features a search bar with the text "Enter symbol(s): e.g. YHOO, \*DJI" and a "Go" button. A "Symbol Lookup | Finance Search" link is visible. The page indicates it is Monday, December 28, 2009, 3:45pm ET, and that U.S. markets close in 17 minutes.

Para buscar una compañía, debe conocer su “ticker symbol” (o sólo ticker, para abreviar), que es un identificador único de una a cuatro letras. Haga clic en la liga “Symbol Lookup” e introduzca el nombre de la compañía para encontrar el ticker. Por ejemplo, introducimos “PZZA”, que es el ticker de las pizzerías Papa John’s. He aquí una parte de lo que aparece en la pantalla:



The screenshot displays the quote data for Papa John's (PZZA) on Nasdaq. The data includes:

<b>Last Trade:</b>	<b>33.41</b>	<b>Day's Range:</b>	32.73 - 33.75
<b>Trade Time:</b>	3:27PM ET	<b>52wk Range:</b>	21.85 - 33.91
<b>Change:</b>	↑ 0.58 (1.77%)	<b>Volume:</b>	162,222
<b>Prev Close:</b>	32.83	<b>Avg Vol (3m):</b>	220,227
<b>Open:</b>	32.99	<b>Market Cap:</b>	600.75M
<b>Bid:</b>	33.40 x 300	<b>P/E (ttm):</b>	16.55
<b>Ask:</b>	33.41 x 700	<b>EPS (ttm):</b>	2.019
<b>1y Target Est:</b>	27.00	<b>Div &amp; Yield:</b>	N/A (N/A)

On the right side, there is a line chart titled "PZZA 29-Dec @ 3:27pm (C) Yahoo!". The chart shows the stock price fluctuating between approximately 32.5 and 34.0 from 10am to 4pm. Below the chart are links for "1d", "5d", "3m", "6m", "1y", "2y", "5y", and "max". A link for "Get streaming real-time charts in MarketTracker" is also present.

Aquí hay mucha información y muchas ligas por explorar, de manera que adelante. ¡Al final del curso, todo tendrá sentido para usted!

**Control de la empresa** En última instancia, los accionistas tienen el control de la empresa. Eligen al consejo de administración que, a su vez, contrata y despide a los administradores. El hecho de que los accionistas controlan a la corporación quedó muy claro por la experiencia de Steven Jobs en Apple, que se describió al principio del capítulo. Aun cuando era uno de los fundadores de la corporación y en gran parte era el creador de sus productos de mayor éxito, llegó un momento en que los accionistas, a través de sus directores electos, decidieron que Apple estaría mejor sin él, así que salió de la empresa.

Un mecanismo importante mediante el cual los accionistas descontentos pueden actuar para reemplazar a la administración existente se conoce como *lucha por poder*. Un poder es la autoridad de votar por las acciones de alguien más. Una lucha por poder se gesta cuando un grupo solicita apoderados con el fin de reemplazar al consejo de administración existente. Por ejemplo, a principios de 2002, la fusión propuesta entre Hewlett-Packard (HP) y Compaq desencadenó una de las luchas por poder más escudriñadas, más amargamente impugnadas y más costosas de la historia, con un costo estimado de más de 100 millones de dólares. Un grupo de accionistas, que incluía a Walter B. Hewlett (miembro del consejo y heredero de un cofundador de HP), se opuso a la fusión e inició una lucha por poder para conseguir el control de HP. Otro grupo, encabezado por Carly Fiorina, director ejecutivo de HP, apoyaba la fusión. En una votación muy reñida, se impuso el señor Fiorina, la fusión se llevó a cabo y el señor Hewlett renunció a su puesto en el consejo.

Otra forma de reemplazar a la administración es mediante una adquisición del control de una empresa. Las empresas que están mal administradas son más atractivas como adquisiciones que las empresas bien administradas, debido a que existe un mayor potencial de utilidades. Por consiguiente, cuando se evita la adquisición del control por otra empresa, eso le sirve de incentivo a la administración para actuar en beneficio de los accionistas. Por ejemplo, en 2004 Comcast, el gigante de la televisión por cable, anunció una licitación sorpresa para adquirir Disney, en una época en que el desempeño de la administración de Disney estaba bajo un estrecho escrutinio. No es de sorprender que la administración de Disney se opusiera enérgicamente a la adquisición y finalmente Comcast decidió retirarse, en parte debido a los mejoramientos en el desempeño financiero de Disney.

**Conclusión** La teoría y las pruebas disponibles son compatibles con el punto de vista de que los accionistas controlan a la empresa y de que la maximización de la riqueza de los accionistas es la meta primordial de la corporación. Aun así, es indudable que habrá veces en que se persigan las metas de la administración a costa de las de los accionistas, por lo menos temporalmente.

## Tenedores de intereses

Hasta ahora la exposición anterior implica que la administración y los accionistas son las únicas partes con interés en las decisiones de la empresa. Es obvio que lo anterior es una simplificación exagerada. Empleados, clientes, proveedores e incluso el gobierno tienen un interés financiero en la empresa.

Tomados como un todo, estos grupos se llaman **tenedores de intereses** de la empresa. En general, un tenedor de intereses es alguien distinto de un accionista o acreedor, que potencialmente tiene un derecho sobre los flujos de efectivo de la empresa. Esos grupos también tratarán de ejercer el control de la empresa, tal vez en detrimento de los propietarios.

**tenedor de intereses**  
Alguien distinto de un accionista o acreedor, que potencialmente tiene un derecho sobre los flujos de efectivo de la empresa.

### Preguntas de conceptos

- 1.4a** ¿Qué es una relación de agencia?  
**1.4b** ¿Qué son los problemas de agencia y cómo surgen? ¿Qué son los costos de agencia?  
**1.4c** ¿Qué incentivos tienen los administradores de las grandes corporaciones para maximizar el valor de las acciones?

## I.5

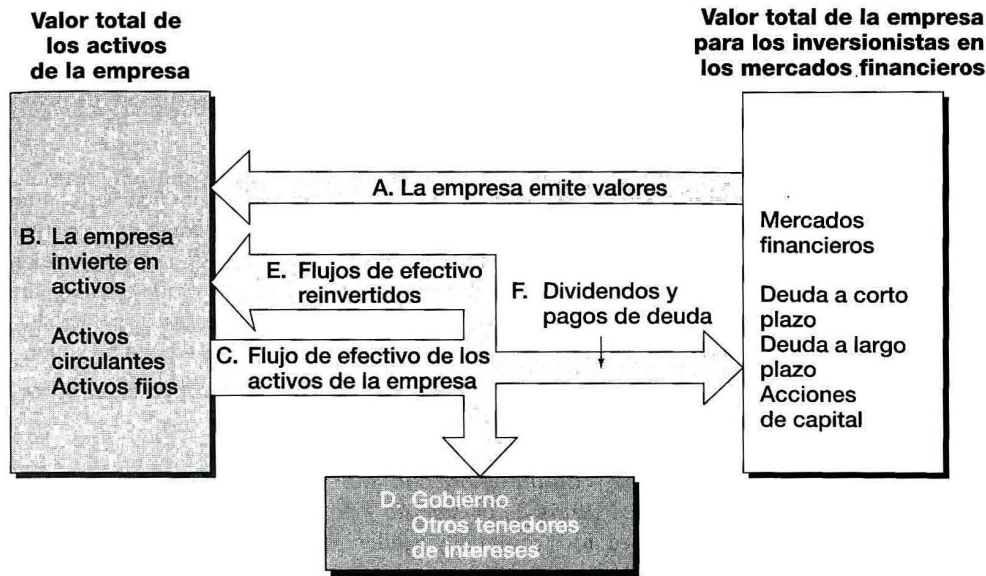
## MERCADOS FINANCIEROS Y LA CORPORACIÓN

Ya se ha visto que las ventajas principales de la forma corporativa de una organización son que la propiedad se puede transferir con mayor rapidez y facilidad que en el caso de otras formas y que el dinero se puede reunir con mayor facilidad. Estas dos ventajas se incrementan considerablemente debido a la existencia de los mercados financieros, y éstos llevan a cabo una función de suma importancia en las finanzas corporativas.

### Flujos de efectivo hacia y desde la empresa

En la figura 1.2 se ilustra la interacción entre la corporación y los mercados financieros. Las flechas de esta figura indican el paso del efectivo de los mercados financieros a la empresa y viceversa.

Supóngase que se empieza con que la empresa vende acciones del capital accionario y pide dinero prestado para reunir efectivo (A). La empresa invierte el efectivo en activos circulantes y fijos (B). Estos activos generan algún efectivo (C), parte del cual se dedica al pago de los impuestos corporativos (D). Después de pagar los impuestos, este flujo de efectivo se reinvierte en la empresa (E). El resto regresa a los mercados financieros como efectivo pagado a acreedores y accionistas (F).



**<< FIGURA 1.2**  
Flujos de efectivo entre la empresa y los mercados financieros

- A. La empresa emite valores para reunir efectivo.
- B. La empresa invierte en activos.
- C. Las operaciones de la empresa generan un flujo de efectivo.
- D. Se paga efectivo al gobierno en forma de impuestos. Otros tenedores de intereses podrían recibir efectivo.
- E. Los flujos de efectivo reinvertidos se reinvierten de nuevo en la empresa.
- F. Se paga efectivo a los inversionistas en forma de intereses y dividendos.

Un mercado financiero, lo mismo que cualquier mercado, es sólo una forma de reunir a compradores y vendedores. En los mercados financieros, lo que se compra y vende son títulos representativos de deuda y valores de capital. Sin embargo, los mercados financieros difieren en los detalles. Las diferencias más importantes conciernen a los tipos de valores que se negocian, la forma de negociar y quiénes son los compradores y los vendedores. A continuación se examinan algunas de estas diferencias.

### Mercados primarios y mercados secundarios

Los mercados financieros funcionan como mercados primarios y como mercados secundarios para títulos representativos de deuda y valores de capital. El término *mercado primario* se refiere a la venta original de valores por los gobiernos y las corporaciones. Los *mercados secundarios* son aquellos donde esos valores se compran y venden después de la venta original. Por supuesto, las acciones son emitidas únicamente por las corporaciones. Los títulos representativos de deuda son emitidos tanto por los gobiernos como por las corporaciones. En la exposición que sigue, el interés se concentra únicamente en los valores corporativos.

**Mercados primarios** En una operación de mercado primario, la corporación es el vendedor y la operación recaba dinero para la corporación. Las corporaciones se ocupan de dos tipos de operaciones en el mercado primario: ofertas públicas y colocaciones privadas. Una oferta pública, como lo sugiere su nombre, implica la venta de valores al público en general, mientras que una colocación privada es una venta negociada que involucra a un comprador específico.

Por ley, las ofertas públicas de deuda y de capital se deben registrar en la Securities and Exchange Commission (SEC). El registro requiere que la empresa dé a conocer una gran cantidad de información antes de vender cualesquiera valores. Los costos contables, legales y de venta de las ofertas públicas pueden ser considerables.

Para aprender más acerca de la SEC, visite [www.sec.gov](http://www.sec.gov)



En parte para evitar los diversos requerimientos reguladores y el gasto de las ofertas públicas, la deuda y el capital a menudo se venden en privado a grandes instituciones financieras, como compañías de seguros de vida o fondos comunes de inversión. Esas colocaciones privadas no se tienen que registrar ante la SEC y no requieren la participación de colocadores (bancos de inversión que se especializan en la venta de valores al público).

**Mercados secundarios** Una operación en un mercado secundario tiene que ver con un propietario o acreedor que le vende a otro. Por consiguiente, los mercados secundarios constituyen el medio para transferir la propiedad de valores corporativos. Aun cuando una corporación sólo participa directamente en una operación de mercado primario (cuando vende valores para reunir efectivo), los mercados secundarios siguen siendo críticos para las grandes corporaciones. La razón es que los inversionistas están mucho más dispuestos a comprar valores en una operación de mercado primario cuando saben que esos valores se pueden revender más adelante si así lo desean.

**Mercados de intermediación en comparación con mercados de subasta** Hay dos clases de mercados secundarios: los mercados de *subasta* y los mercados de *intermediación*. Generalmente hablando, los intermediarios compran y venden por ellos mismos, bajo su propio riesgo. Por ejemplo, un intermediario o distribuidor automotriz compra y vende automóviles. En contraste, los corredores y agentes reúnen a compradores y vendedores, pero no poseen realmente el bien que se compra o se vende. Por ejemplo, un agente de bienes raíces por lo común no compra ni vende casas.

Los mercados de intermediación en acciones y deuda a largo plazo se conocen como mercados *over-the-counter* (OTC), es decir, mercados no organizados como bolsas de valores. La mayor parte de la intermediación en títulos representativos de deuda se realiza en esos mercados. La expresión en inglés *over-the-counter* se refiere a los viejos tiempos, cuando los valores literalmente se compraban y vendían en mostradores de oficinas en todo Estados Unidos. Hoy día, una fracción considerable del mercado de acciones y casi todos los mercados de deuda a largo plazo no tienen ubicaciones centrales; la mayoría de los intermediarios están conectados electrónicamente.

Los mercados de subasta difieren de los mercados de intermediación en dos formas. En primer lugar, un mercado de subasta o bolsa de valores tiene una ubicación física (como Wall Street). En segundo, en un mercado de intermediación, el intermediario lleva a cabo la mayoría de las compras y las ventas. Por otra parte, el propósito principal de un mercado de subasta es reunir a quienes quieren vender con quienes quieren comprar. Los intermediarios realizan una función limitada.

**Intermediación en valores corporativos** Las acciones de capital de la mayoría de las grandes empresas de Estados Unidos cotizan en mercados de subasta organizados. El más grande de esos mercados es la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE, siglas de New York Stock Exchange), que da razón de más del 85 por ciento de todas las acciones negociadas en mercados de subasta. Otras bolsas de valores de subasta incluyen la American Stock Exchange (AMEX) y bolsas de valores regionales como la Pacific Stock Exchange.

Además de las bolsas de valores hay un gran mercado OTC (*over-the-counter*) para las acciones. En 1971, la National Association of Securities Dealers (NASD) puso a disposición de intermediarios y corredores un sistema de cotizaciones electrónicas llamado NASDAQ (que originalmente se llamaba NASD Automated Quotations System, Sistema Automatizado de Cotizaciones de la NASD). En NASDAQ hay aproximadamente el doble de compañías que en la NYSE, pero tienden a ser más pequeñas y a negociarse menos. Por supuesto que hay excepciones. Por ejemplo, tanto Microsoft como Intel cotizan en mercados OTC. Sin embargo, el valor total de las acciones de NASDAQ es mucho menor que el valor total de las acciones de la NYSE.

Claro está, hay muchos mercados financieros grandes e importantes fuera de Estados Unidos, y las corporaciones estadounidenses están recurriendo cada vez más a esos mercados para reunir efectivo. La Bolsa de Valores de Tokio y la Bolsa de Valores de Londres son dos ejemplos muy conocidos. El hecho de que los mercados OTC no tengan una ubicación física significa que las



Para aprender  
más acerca  
de las bolsas de valores,  
visite [www.nyse.com](http://www.nyse.com) y  
[www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com)

fronteras nacionales no constituyen una gran barrera, y en la actualidad hay un gran mercado OTC internacional de deuda. Debido a la globalización, los mercados financieros han llegado al punto en que la intermediación en muchas inversiones jamás se detiene; simplemente viaja alrededor del mundo.

**Listado** Se dice que las acciones que cotizan en una bolsa de valores organizada están *listadas* en esa bolsa. Con el fin de estar inscritas, las empresas deben satisfacer ciertos criterios relacionados, por ejemplo, con el volumen de activos y el número de accionistas. Estos criterios difieren de una bolsa de valores a otra.

La NYSE tiene los requisitos más estrictos de todas las bolsas de Estados Unidos. Por ejemplo, para estar listada en la NYSE, se espera que una compañía tenga un valor de mercado para sus acciones de propiedad pública de por lo menos 100 millones de dólares. Hay requisitos mínimos adicionales sobre ganancias, activos y número de acciones en circulación.

### Preguntas de conceptos

- I.5a** ¿Qué es un mercado de intermediación? ¿En qué difieren los mercados de intermediación y de subasta?
- I.5b** ¿Cuál es el mercado de subasta más grande de Estados Unidos?
- I.5c** ¿Qué significa *OTC*? ¿Cómo se llama el mercado OTC de acciones más grande?

## RESUMEN Y CONCLUSIONES

## 1.6

Este capítulo le presenta algunas de las ideas básicas en las finanzas corporativas. En él se aprende que:

1. Las finanzas corporativas tienen tres áreas de interés principales:
  - a) Presupuesto de capital. ¿Qué inversiones a largo plazo debe aceptar la empresa?
  - b) Estructura de capital. ¿En dónde obtendrá la empresa el financiamiento a largo plazo para pagar por sus inversiones? En otras palabras, ¿qué mezcla de deuda y capital se debe utilizar para proporcionar fondos a las operaciones?
  - c) Administración del capital de trabajo. ¿Cómo debe administrar la empresa sus actividades financieras cotidianas?
2. La meta de la administración financiera en un negocio orientado a las utilidades es tomar decisiones que incrementen el valor de las acciones o, de una manera más general, que incrementen el valor de mercado del capital.
3. La forma corporativa de una organización es superior a otras formas cuando se trata de reunir dinero y transferir intereses de propiedad, pero tiene la desventaja característica del doble gravamen.
4. En una corporación grande existe la posibilidad de que surjan conflictos entre los accionistas y la administración. A estos conflictos se les denomina problemas de agencia y se habla de cómo se pueden controlar y reducir.
5. Las ventajas de la forma corporativa aumentan a causa de la existencia de mercados financieros. Los mercados financieros funcionan como mercados primarios y como mercados secundarios para valores corporativos, y se pueden organizar ya sea como mercados de intermediación o como mercados de subasta.

De los temas que se han expuesto hasta ahora el más importante es la meta de la administración financiera: maximizar el valor de las acciones. A lo largo del texto se analizan muchas decisiones financieras diferentes, pero siempre se hará la misma pregunta: ¿en qué forma la decisión que se está considerando afectará el valor de las acciones?

## Repaso de conceptos y preguntas de pensamiento crítico

1. **El proceso de decisión del administrador financiero** ¿Cuáles son los tres tipos de decisiones financieras de la administración? Para cada tipo de decisión, dé un ejemplo de una operación de negocios que sería pertinente.
2. **Propiedades únicas y sociedades colectivas** ¿Cuáles son las cuatro desventajas principales de las formas de organización empresarial de propiedad única y sociedad colectiva? ¿Qué beneficios tienen estos tipos de organización de empresas, en comparación con la forma corporativa?
3. **Corporaciones** ¿Cuál es la desventaja principal de la forma de organización corporativa? Mencione por lo menos dos de las ventajas de la organización corporativa.
4. **Organización de las finanzas corporativas** En una organización grande, ¿cuáles son los dos grupos diferentes que se reportan al director de finanzas? ¿Cuál grupo es el centro de atención de las finanzas corporativas?
5. **Meta de la administración financiera** ¿Qué meta debe motivar siempre las acciones del administrador financiero de la empresa?
6. **Problema de agencia** ¿Quién es el propietario de una corporación? Describa el proceso mediante el cual los propietarios controlan la administración de la empresa. ¿Cuál es la razón principal de que exista una relación de agencia en la forma de organización corporativa? En este contexto, ¿qué clases de problemas pueden surgir?
7. **Mercados primarios y mercados secundarios** Usted probablemente ha visto en la prensa financiera la cobertura de una oferta pública inicial (IPO, por las siglas de *initial public offering*) de los valores de una compañía. ¿Una IPO es una operación del mercado primario, o una operación del mercado secundario?
8. **Mercados de intermediación y mercados de subasta** ¿Qué significa cuando se dice que la Bolsa de Valores de Nueva York es un mercado de subasta? ¿En qué son diferentes los mercados de subasta y los mercados de intermediación? ¿Qué clase de mercado es NASDAQ?
9. **Metas de una empresa no lucrativa** Suponga que usted es el administrador financiero de una organización no orientada a las utilidades (tal vez un hospital cuyos fines no son el lucro). ¿Qué clase de metas cree que serían apropiadas?
10. **Meta de la empresa** Evalúe la siguiente declaración: los administradores no se deben enfocar en el valor actual de las acciones, ya que de hacerlo conducirá a hacer demasiado hincapié en las utilidades a corto plazo, a costa de las utilidades a largo plazo.
11. **Ética y metas de la empresa** ¿Es posible que la meta de maximizar el valor de las acciones entre en conflicto con otras metas, como evitar una conducta no ética o ilegal? En particular, ¿cree usted que aspectos como la seguridad del cliente y del empleado, el ambiente y el bienestar general de la sociedad, tengan cabida en este marco de referencia, o se ignoran en gran medida? Trate de pensar en algunos escenarios específicos para ilustrar su respuesta.
12. **Meta de la empresa internacional** ¿La meta de maximizar el valor de las acciones sería diferente si estuviéramos pensando en una administración financiera en un país extranjero? ¿Por qué sí o por qué no?
13. **Problemas de agencia** Suponga que usted tiene acciones en una compañía. El precio actual por acción es de 25 dólares. Otra compañía acaba de anunciar que quiere comprar la compañía de usted y que pagará 35 dólares por acción para adquirir todas las acciones en circulación. La administración de su compañía de inmediato empieza a luchar contra esta adquisición hostil. ¿La administración está actuando en beneficio de los accionistas? ¿Por qué sí o por qué no?
14. **Problemas de agencia y propiedad corporativa** La propiedad corporativa varía en todo el mundo. Históricamente, los individuos han poseído la mayoría de las acciones de corpo-

raciones públicas en Estados Unidos. Sin embargo, en Alemania y Japón, los bancos, otras instituciones financieras grandes y otras compañías poseen la mayoría de las acciones de corporaciones públicas. ¿Cree usted que es probable que los problemas de agencia sean más o menos graves en Alemania y Japón que en Estados Unidos? ¿Por qué? En años recientes, las grandes instituciones financieras, como fondos comunes de inversión y fondos de pensiones, se han estado convirtiendo en los propietarios dominantes de acciones en Estados Unidos, y estas instituciones se están volviendo más activas en los asuntos corporativos. ¿Cuáles son las implicaciones de esta tendencia para los problemas de agencia y el control corporativo?

- 15. Compensación de ejecutivos** Los críticos han declarado que la compensación para los administradores de nivel superior es simplemente demasiado elevada y que se debe reducir. Por ejemplo, enfocándose en las grandes corporaciones, Sanford Weill, de Citygroup, ha sido uno de los directores ejecutivos mejor compensados en Estados Unidos, ya que ganó alrededor de 18 millones de dólares tan sólo en 2003 y 519 millones durante el periodo de 1999-2003. ¿Esas cifras son excesivas? Al responder, podría ser útil reconocer que los atletas superestrellas como Tiger Woods, los mejores artistas como Tom Hanks y Oprah Winfrey y muchos otros en la cima de sus respectivos terrenos ganan por lo menos lo mismo, si no es que mucho más.

[www.mhhe.com/edumarketinsight](http://www.mhhe.com/edumarketinsight)

**Problemas de S&P**

- 1. Comparación de la industria** En el sitio de Market Insight, siga la liga "Industry" en la parte superior de la página. Estará en la página de la industria. Utilice el menú para seleccionar diferentes industrias. Responda a las siguientes preguntas respecto a estas industrias: aerolíneas, fabricantes de automóviles, biotecnología, hardware para computadoras, marítima, construcción de viviendas, restaurantes, refrescos y telecomunicaciones inalámbricas.
- ¿Cuántas compañías hay en cada industria?
  - ¿Cuáles son las ventas totales de cada industria?
  - ¿Las industrias con las ventas totales más grandes tienen el mayor número de compañías en la industria? ¿Qué le dice esto acerca de la competencia en las diversas industrias?

STANDARD  
& POOR'S

**¿Qué hay en Internet?**

- 1.1 Requisitos de listado** En este capítulo se hace referencia a algunos de los requisitos de listado de la NYSE y del NASDAQ. Encuentre las exigencias completas de listado de la Bolsa de Valores de Nueva York en [www.nyse.com](http://www.nyse.com) y del NASDAQ en [www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com). ¿Qué bolsa de valores tiene los requisitos de listado más rigurosos? ¿Por qué las bolsas de valores no tienen los mismos requisitos de listado?
- 1.2 Formación de negocios** Como tal vez usted sabe (o tal vez no), muchas compañías se constituyen en el estado de Delaware por una variedad de razones. Visite Bizfilings en [www.bizfilings.com](http://www.bizfilings.com) para averiguar la razón. ¿Qué estado tiene la tasa de constitución más elevada? ¿En el caso de una compañía de responsabilidad limitada (LLC)? Ya en el sitio, busque la sección FAQ concerniente a las corporaciones y las LLC.

