

ECONOMÍA Y FINANZAS. De la teoría de los mercados a la teoría de la empresa.

Andrés S. Suárez Suárez

Reproducción parcial del artículo que con el mismo título ha publicado Andrés-Santiago Suárez Suárez en la obra colectiva *¿Qué es Economía?*, editada por Ramón Febrero (Ediciones Pirámide, Madrid, 1997, págs. 549-581).

Instituciones fundamentales

La división del trabajo es un proceso que se puso en marcha en la Humanidad primitiva, indisolublemente ligado al sistema de intercambios voluntarios por medio del trueque -esto es, al mercado, en su manifestación primera-, mucho antes de la invención de la moneda, y que no cesó de desarrollarse y crecer -a la par que el progreso o bienestar material de la Humanidad- hasta nuestros días. La primera argumentación intelectual sería que se encuentra en la historia del análisis económico en defensa de la división del trabajo y la consiguiente especialización, ilustrada con el famoso ejemplo de la fabricación de alfileres, es la expuesta por Adam Smith¹ en su obra “La Riqueza de las Naciones”, publicada en 1776. Según este autor, el aumento de la producción con la puesta en práctica del principio de la división del trabajo obedece a tres causas principales: 1) la división del trabajo aumenta la habilidad y destreza de los trabajadores; 2) evita la pérdida de tiempo de tener que pasar de una tarea a otra; 3) facilita la invención y uso de grandes máquinas que abrevian considerablemente el trabajo y le permiten a un hombre realizar la labor de muchos.

El espectacular desarrollo de la división del trabajo y la economía especializada de intercambio, dos factores clave que han hecho que la Humanidad haya avanzado continuamente hacia la multiplicación de riqueza y de bienes, no hubiera sido posible sin otra invención no menos importante: la de la moneda. La historia del dinero es casi tan antigua como la propia historia de la Humanidad. Ideado para superar la rigidez del sistema de trueque, el dinero es una maravillosa creación humana. El dinero es la condición **sine qua non** de una economía especializada de intercambio. Sólo las comunidades agrarias muy atrasadas y autosuficientes pueden funcionar sin tener que utilizar dinero. Como dinero se han utilizado a lo largo de la historia los más variados productos. Hay ciertos materiales que por sus propiedades, como es el caso del oro, la plata y el cobre, han sido muy utilizados como moneda.

Las unidades monetarias fueron originariamente unidades de peso sin acuñar de los metales nobles. Para evitar tener que probar la ley y pesar el material de cada transacción, los poseedores de metales comenzaron a solicitar el cuño del rey o señor para que certificara estos extremos, surgiendo de este modo la moneda². El paso del dinero mercancía al dinero papel fue fruto de la

¹ A. Smith: “La Riqueza de las Naciones”, Bosch, Barcelona, 1955, vol. I, cp. I, págs. 44-52.

² Según Estrabón, las primeras monedas fueron llamadas *tortugas* de Egina, monedas de plata que llevaban en el anverso una tortuga marina, que mandó acuñar Fidón, rey de Argos, a finales del siglo VII antes de nuestra era. Heródoto cuenta que este rey, después de ordenar la acuñación de dicha moneda, mandó depositar en el Heraion de Argos (el templo de Hera) las varillas de hierro que habían sido utilizadas anteriormente como moneda. Según otra tradición, la invención de la moneda fue obra de los lidios en el siglo VII antes de nuestra era, quienes acuñaron las primeras monedas de oro. Lidia era por esta época un floreciente reino del Asia menor que limitaba al oeste con el mar Egeo.

propia dinámica económica. Los metales preciosos se depositaban en las casas de los orfebres y en los bancos, quienes entregaban a sus propietarios un resguardo acreditativo, de mucho más fácil manejo en el comercio que el oro que certificaban. Sabedores del negocio que tenían en sus manos, estos banqueros comenzaron a emitir certificados por mayor importe que el valor del oro que tenían en sus arcas, y las crisis financieras, cuando estos banqueros no podían convertir en oro todos los certificados que lo demandaban, comenzaron también a sucederse. Fue entonces cuando empezaron a aparecer los Bancos Centrales, con el monopolio exclusivo de la emisión de billetes. Posteriormente, el papel moneda deja también de ser convertible y se transforma en dinero legal: se acepta como medio de pago por imperativo legal.

Una última fase en la evolución del concepto de dinero la constituye el dinero bancario. Por motivos de seguridad y rentabilidad el público deposita su dinero en los bancos, que luego moviliza cuando lo necesita, haciendo uso de su talonario de cheques o de la tarjeta de crédito. Conviene no confundir, sin embargo, el dinero bancario con sus instrumentos de movilización (el cheque o talón, la tarjeta de crédito o el retiro de fondos en ventanilla). El dinero bancario está formado por las cuentas corrientes a la vista, todas aquellas cuentas cuyo saldo se pueda hacer efectivo en cualquier momento y el dinero disponible en cuenta procedente de créditos concedidos por el banco a sus clientes.

El dinero de curso legal de un país se halla integrado por la moneda fraccionaria o moneda metálica, cuyo valor real (el valor del metal) es inferior a su valor nominal o facial, y por los billetes emitidos por el Banco Central. Al dinero legal hay que añadirle el dinero bancario para obtener el total dinerario. Existen además otros activos de gran liquidez, aunque no completamente líquidos, como los depósitos de ahorro a plazo y los bonos del Estado, que reciben el nombre de cuasi-dinero. Tres son las funciones del dinero en una economía moderna: *unidad de cuenta*, *medio de pago* y *depósito valor*. Como unidad de cuenta, el dinero es el patrón o unidad de medida del valor de los bienes, derechos y obligaciones. Por su condición de medio de pago, el dinero sirve para comprar mercancías o cancelar deudas. Como depósito de valor, el dinero les permite mantener a los agentes económicos una parte de su riqueza en activos seguros de disponibilidad inmediata.

El dinero es un bien abstracto de singular condición. No es nada y lo es todo a la vez. Es la posibilidad de comprar cualquier cosa que se venda en el mercado. Toda suma de dinero lleva incorporadas múltiples opciones de compra. "*Poderoso caballero es don Dinero*", dice el popular refrán que da título y le sirve de estribillo a una famosa sátira de Francisco de Quevedo. El dinero es condición necesaria para el desarrollo de una economía especializada de intercambio, pero su poder, utilidad o valor es a su vez fruto de ese desarrollo. Si no hubiera qué comprar, ¿para qué tener dinero?

Las tres instituciones básicas de un sistema económico moderno son la *empresa*, el *mercado* y el *Estado*. Una gran parte de la literatura económica moderna a partir de Ronald H. Coase (1937, 1960) considera a la empresa como un sustituto del mercado debido a la existencia de costes de transacción o costes que supone la utilización del sistema de precios. De acuerdo con la doctrina económica neoclásica, los agentes económicos toman los precios de mercado como señales paramétricas y ajustan continuamente sus decisiones de la mejor manera. Identifican erróneamente mercado y sistema de precios, cuando cualquier forma de intercambio contractual voluntario es un mercado, y olvidan que las formas de organización jerárquicas y los intercambios voluntarios han precedido al sistema de precios. "El primer sistema de precios de mercado conocido tuvo lugar en el ágora ateniense en el siglo sexto antes de nuestra era, pero el mercado se había desarrollado desde muchos milenios antes" (D. C. North, 1981).

Además de la invención de la moneda, el desarrollo del mercado ha requerido la existencia de unos derechos de propiedad bien definidos y de unos procedimientos judiciales eficaces para hacerlos respetar. La propiedad es el derecho que una persona tiene para disfrutar y disponer de algo, sin más limitaciones que las establecidas por ley o en contratos suscritos con terceros. Un bien es de propiedad privada, según ésta es socialmente definida, cuando su dueño tiene el derecho exclusivo y excluyente (con respecto al resto de los individuos) a decidir su uso, a disfrutar de su renta o a venderlo. La propiedad privada es un hecho social de primera magnitud. Puede ser individual (privada), cuando el bien objeto del derecho de propiedad pertenece a un único dueño, y colectiva (pública), cuando pertenece a todas las personas que forman parte de la correspondiente comunidad nacional. Entre ambas categorías extremas está la propiedad comunal, los bienes de propiedad del común o municipio (los bienes comunales o bienes de propios) y, en general, los bienes que son por igual propiedad de varios (muchos o pocos), pero no de todos ni de uno sólo. Considerada como la causa de todos los males por los revolucionarios sociales del siglo XIX (*la propiedad es un robo*, sentenció Joseph Proudhon), hoy día son cada vez menos los que no reconocen los efectos benéficos del derecho de propiedad cuando los mismos se hallan debidamente regulados, sobre todo después del estrepitoso fracaso de los regímenes económicos en los que la propiedad privada de los medios de producción fue abolida.

El análisis económico de la propiedad ha centrado su atención en el derecho al *control residual* y el derecho a los rendimientos o *beneficios residuales*. El propietario de un bien tiene el derecho a tomar cualquier decisión que afecte a su uso siempre que no esté prohibida por ley o asignada a terceros por medio de un contrato. El concepto legal de propiedad incluye también el derecho del dueño a apropiarse de los rendimientos netos de todo gasto que produzca el uso o la cesión (por venta o alquiler) del bien.

Entre los múltiples modos o maneras de interacción social, por medio de las cuales el cuerpo social se constituye y reconstituye, hay tres fundamentales: *relaciones de competencia*, *relaciones de cooperación* y *relaciones de protección*, que dan contenido, respectivamente, a tres instituciones económicas básicas: el mercado, la empresa y el Estado. Según los teóricos del orden económico de mercado, la competencia anárquica entre los agentes productores y consumidores, dejándose llevar por su propio egoísmo, los primeros tratando de obtener el mayor beneficio posible y los segundos procurando maximizar su utilidad o satisfacción, conduce a una situación de equilibrio a largo plazo en la que los precios de los distintos bienes y servicios producidos se hace igual al coste medio mínimo de la empresa más eficiente y el beneficio extraordinario de las empresas supervivientes desaparece.

El Estado es la institución nuclear de todo sistema económico moderno. El Estado ofrece protección y justicia a cambio de impuestos; a él le corresponde fijar y hacer respetar las reglas de juego, definir un sistema eficiente de derechos de propiedad y proveer a la colectividad de todos aquellos bienes y servicios en los que el Estado tiene ventaja comparativa desde el punto de vista económico o que, por razones de interés general, su provisión no le puede ser confiada al mercado. En su versión moderna, el Estado apareció en Europa con el Renacimiento, en sustitución de otras formas de organización político-administrativa anteriores, y desde entonces no ha dejado de evolucionar: el *Estado absolutista*, primero, el *Estado liberal*, después, y el *Estado de bienestar*, mucho más recientemente. Es la suprema y a la vez primigenia forma de organización político-administrativa de una comunidad humana, pueblo o nación, sobre cuyo origen, naturaleza, funciones y límites existen diferentes posiciones

Para Hobbes y Rousseau el Estado es fruto de un pacto o contrato social; para Karl Marx, el instrumento de dominación de una clase social. Los filósofos de la Ilustración conciben al Estado como la encarnación de la Razón, la suprema expresión de la racionalidad (individual y colectiva) que debe imperar entre los hombres. En el marco del *Minimum State* o Estado liberal, son cuatro las funciones que Adam Smith³ le atribuye al Estado: 1) proteger a la sociedad de la invasión y violencia de otras sociedades independientes (defensa exterior); 2) proteger a cada individuo de las injusticias y opresiones de cualquier otro miembro de la sociedad (recta administración de justicia); 3) erigir y mantener aquellos establecimientos y obras públicas de utilidad para toda la sociedad, que por su coste nunca hubieran sido acometidas por un solo individuo o un reducido número de ellos, y 4) sufragar los gastos para sostener la dignidad del Soberano, con el decoro debido a su carácter y las circunstancias de la nación respectiva. El número y contenido de los derechos individuales (derechos humanos) no ha hecho sino aumentar en época moderna con el desarrollo económico, de forma pareja al número y contenido de las funciones del Estado, hasta llegar al Estado de bienestar. Con el Estado democrático de derecho el hombre adquirió su mayoría de edad; y con el Estado de bienestar, el hombre se hizo solidario con sus semejantes.

Coase (1960) sostiene que si los derechos de propiedad estuvieran bien definidos, los costes de transacción fueran nulos y no existieran efectos riqueza, el mero funcionamiento del mercado conduciría a una asignación óptima de los recursos económicos, sin que el valor total generado por las transacciones de mercado se viera afectado ni por la riqueza inicial ni por el poder negociador de las partes intervinientes, aunque sí pueden afectar a su distribución o reparto. En este hipotético mundo estarían demás las empresas e incluso el propio Estado; el mercado se bastaría a sí mismo y sobraría todo lo demás. Como estos supuestos ideales no se dan en la realidad, el paisaje institucional de cualquier sistema económico moderno es mucho menos plano de lo que ese hipotético mundo sugiere. Así, en la existencia de costes de transacción encuentra el propio Coase (1937) la justificación de la existencia de organizaciones jerárquicas de asignación de recursos (las empresas), alternativas del sistema de asignación de recursos vía precios (el mercado)⁴.

Un proceso de crecimiento económico duradero requiere la definición previa de un eficiente sistema de derechos de propiedad y de los mecanismos legales necesarios para hacerlos cumplir⁵. Históricamente ha habido un gran desfase entre el saber teórico y el conocimiento científico aplicado. Durante la Primera Revolución Industrial, a caballo entre los siglos XVIII y XIX, la innovación tecnológica (ciencia aplicada) alcanzó un crecimiento superior al habido en cualquier época histórica anterior. D. C. North (1981) considera que la clave de este proceso ha estado en las leyes de patentes, que crearon el derecho de propiedad sobre las invenciones y consiguieron que la tasa de rendimiento privado se aproximara a su tasa de rendimiento social.

³ Ibid., vol. III, libro V, cap. I, págs. 5-107.

⁴ Siguiendo a John R. Commons y Ronald H. Coase, Oliver E. Williamson (1975, 1987) toma la transacción como unidad última del análisis microeconómico. La economía de los costes de transacción contempla el problema de la organización económica como un problema de contratación. Williamson (1987, pág. 20) sostiene la tesis de que las instituciones económicas del capitalismo tienen como principal propósito y efecto el de economizar costes de transacción. Una característica común de esta nueva línea de investigación es que la noción de empresa como función de producción es reemplazada por el concepto de empresa como estructura de gobierno. La atención se pone en los costes de transacción y no en la tecnología, ni en los costes de producción.

⁵ *Property is prosperity* era el lema que hemos podido leer a través de las pantallas de televisión (a finales de noviembre de 1993) en algunas de las pancartas de una manifestación de los habitantes de la colonia británica de Hong Kong, preocupados por el inminente retorno de la soberanía de dicho territorio a las autoridades comunistas de Pekín. *El ojo del dueño engorda el caballo*, dice nuestro refranero.

De las tres hipótesis o supuestos requeridos para que el famoso teorema de Coase (1960) se verifique: *derechos de propiedad bien definidos*, *costes de transacción nulos* y *ausencia de efectos riqueza*, es el primero de ellos el que en un principio parece menos irreal. Pero aún en el caso de que los dos últimos supuestos se verificaran, o haciendo caso omiso de ellos, resulta difícil imaginar una sociedad en la que los derechos de propiedad estuvieran definidos con la precisión y generalidad que la formulación de dicho teorema sugiere, como no fuese un universo de innumerables islotes habitados por Robinsones Crusoes, cuya única relación fuera a través de las operaciones de compraventa de los bienes y servicios objeto de esos derechos de propiedad, estando regulados dichos intercambios voluntarios por medio de *contratos completos*⁶.

Un mundo así, en el que todo individuo estuviera parapetado (radicalmente aislado) detrás de sus derechos de propiedad, supondría la desaparición del concepto de sociedad vigente, y hasta del propio individuo, al no poder reproducirse. De ahí que más que de teorema de Coase deba hablarse, en realidad, de *paradoja de Coase*⁷.

Los múltiples modos de interacción social entre los individuos no se reducen a los intercambios voluntarios en el mercado abierto, ni tampoco todos estos intercambios son susceptibles de ser regulados por contratos completos. Por oposición a este último concepto, se califica de incompleto a todo contrato que regula un compromiso imperfecto. Un contrato incompleto es un contrato en el que debido a la complejidad de la transacción o a la incertidumbre del contexto en que la misma se realiza, a los límites prácticos de la racionalidad humana para prever todas las eventualidades que pueden presentarse, o debido a la imprecisión del lenguaje natural en que el mismo está redactado, contiene zonas de sombra; un contrato que deja cabos sueltos o huecos (aspectos sin regular), al amparo de los cuales alguna de las partes puede aprovecharse de las circunstancias. El contrato de trabajo, en el que más que fijar las tareas que tiene que realizar el trabajador en cada contingencia se delega en el empresario la facultad de dirigir el trabajo de sus empleados, constituye un ejemplo representativo de la contratación incompleta. “Cuando la dirección de los recursos (dentro de los límites del contrato) depende del comprador (empleador), puede obtenerse esa relación que nosotros denominamos empresa” (Coase, 1937). Siguiendo la tradición neoclásica, Coase encuentra la justificación (razón de ser) de la empresa en los defectos o fallos técnicos del mercado (costes de transacción o contratos incompletos)⁸.

⁶ Un contrato completo es expresión de un compromiso perfecto; un contrato en el que los derechos de cada parte contratante están claramente estipuladas; un contrato en el que todo está previsto sin dejar cabos sueltos; un contrato redactado con tal claridad y precisión que no admite interpretaciones dispares; un contrato en el que no caben los comportamientos ambiguos o aprovechados de ninguna de las partes; un contrato, en suma, en el que todo está atado y bien atado. Los contratos que regulan operaciones de compraventa al contado de bienes corrientes son contratos completos o están muy cerca de ellos. Con los contratos completos ocurre algo parecido que con los mercados perfectos; sólo existen en las mentes de los académicos que gustan de la abstracción o en los libros de texto por ellos escritos. Son, sin embargo, puntos de referencia utópicos que sirven para ordenar ideas y hacen progresar el conocimiento.

⁷ El término teorema no fue utilizado por Coase, sino por sus exegetas. Su principal objetivo no fue tampoco el estudio de los derechos de propiedad, sino demostrar que el tratamiento dado por la economía del bienestar al problema de las externalidades era erróneo.

⁸ Los conceptos de costes de transacción y contratos incompletos se hallan estrechamente relacionados. Cuanto más incompleto sea el contrato, mayores serán los costes de transacción que la operación comporta, y viceversa, cuanto mayores sean los costes de transacción, mayores serán las dificultades para alcanzar un acuerdo completo, o próximo a él.

La empresa, al igual que cualquiera otra organización humana, surge como consecuencia de la tensión existencial entre los medios disponibles y los objetivos deseados. Desde este punto de vista, la empresa es una institución económica tan primaria (natural) como el sistema de intercambios contractuales voluntarios (mercado) o el Estado. En sentido etimológico, el término empresa viene de emprender, acometer o hacer alguna cosa⁹. En el mundo de hoy el término empresa se reserva para designar a toda actividad humana (individual o colectiva) dirigida a la producción de bienes y servicios para el intercambio, bajo el filtro del competitivo principio de hacer máxima la diferencia entre los ingresos y gastos que se espera que dicha actividad genere. Desde otro punto de vista, los conceptos de mercado y empresa se hallan tan indisolublemente ligados como los de tráfico rodado y automóvil, por ejemplo. El mercado es un orden social que se constituye y reconstituye por medio de las relaciones de intercambio voluntarias entre productores y consumidores, y entre los propietarios de los diferentes inputs o factores productivos¹⁰.

En un mundo con régimen de propiedad privada y libertad de intercambio, la empresa rescata al individuo de su radical aislamiento, entretenido en la satisfacción de las necesidades más elementales o primarias a través del mercado, y le abre un espacio de propiedad social o comunal, que hace posible que el ser humano en colaboración con otros pueda conseguir objetivos que no podría alcanzar de manera individual. En la empresa, por medio de la puesta en práctica del principio de la división del trabajo y el procedimiento de la prueba y error, el hombre aprende por experiencia; y el maravilloso invento de la organización, la principal causa de la riqueza de las naciones, amplía notablemente los límites de su limitada racionalidad. La empresa social es un instrumento de acción colectiva racional que complementa y refuerza al mercado, y hace progresar a la Humanidad. Detrás de la empresa y el mercado está el Estado, expresión máxima que debe ser de la acción colectiva racional y eficaz guardián de que se cumplan las leyes y se respeten las reglas de juego que la sociedad se ha dado a sí misma¹¹.

Riqueza y propiedad. Activos reales y activos financieros

La riqueza económica o capital de un país es el valor del conjunto de bienes materiales o inmateriales que pueden ser objeto de un derecho de propiedad y son susceptibles, por tanto, de formar parte del patrimonio de una persona física o jurídica, más (menos) la posición acreedora (deudora) del país con respecto al resto del mundo. Está integrado por recursos naturales, bienes muebles e inmuebles, equipos productivos, stocks de materias primas, productos en curso y productos terminados activos inmateriales como derechos de autor, marcas registradas y patentes, etc. Estos bienes pueden ser de propiedad privada, bien sea de personas físicas o jurídicas, o de propiedad pública, cuando pertenecen al Estado, a alguna Comunidad Autónoma o Corporación Local, o a alguno de los múltiples Organismos o Entidades de titularidad pública de ellos

⁹ *Acción ardua y dificultosa que valerosamente se emprende* es el primer significado que al término le atribuye el Diccionario de la Real Academia Española.

¹⁰ Las diferencias entre el mercado competitivo descrito por Adam Smith, en el que los numerosos productores eran agentes individuales o pequeñas empresas gestionadas por sus propietarios, y el mercado que nos encontramos en el mundo de hoy, dominado generalmente por grandes empresas dirigidas por gerentes profesionales, son notables. La explicación de este complejo fenómeno está sin duda en las economías de escala, en las economías de gama o alcance, en el efecto sinérgico del trabajo en equipo, en los costes de transacción, en el afán de poder y de dominio por parte de los empresarios y directivos, en la existencia de límites prácticos a la racionalidad humana, etcétera. Sobre este aspecto se volverá a insistir más adelante en diferentes partes de este mismo trabajo, si bien sucintamente, como es lógico.

¹¹ Frente a la tesis que sostengo en mi libro *Orden económico y libertad* (1981) de que el mercado es un contrato social mínimo, el insigne colega don Pedro Schwartz, en conversación informal y con el gran estilo intelectual que le caracteriza, me mostró su desacuerdo. “El mercado no es un contrato social mínimo, sino máximo”, me replicó. Máximo o mínimo, el mercado es un gran contrato social, una institución económica fundamental.

dependientes. Todos estos bienes que forman parte de la riqueza de un país – de naturaleza material o tangible en su gran mayoría, aunque a partir de la primera revolución industrial el número de bienes de naturaleza inmaterial o intangible ha ido en aumento – susceptibles de ser apropiados son en su mayoría de propiedad privada y pueden ser transferidos libremente de un dueño a otro, en el mercado de bienes o activos reales, cuyo precio o valor de intercambio en el contrato de compraventa es el resultado de la tensión entre la oferta y la demanda del bien respectivo y fruto, en último término, del acuerdo entre las partes que intervienen en la transacción.

Mas la riqueza de una persona física o jurídica no se compone únicamente de bienes y activos reales (activos primarios) que forman parte de la *riqueza nacional apropiable*. Muchas personas o instituciones tienen además, o tienen únicamente, riqueza en forma de dinero, derechos de crédito contra terceros (préstamos), depósitos bancarios, acciones, obligaciones, bonos, valores rescatables de pólizas de seguros, derechos consolidados en fondos de pensiones, Deuda Pública, letras de cambio, pagarés de empresa, etc. Son los denominados *activos financieros*, libremente transferibles de un propietario a otro en el denominado *mercado financiero*, o en alguno de los múltiples submercados en que se divide este gran mercado. Todo activo financiero (documento, título valor, certificado, anotación en cuenta, etcétera) es el contravalor en pesetas – salvo el dinero, que es un activo financiero singular, en especial después de la desaparición del sistema patrón oro – de un activo real o de una parte alícuota del mismo, o simplemente de otro activo financiero. Pero todo activo financiero es a su vez un pasivo financiero de alguna otra persona o institución del correspondiente país, por lo que en términos agregados de contabilidad nacional unos y otros se anulan y el valor de la riqueza nacional apropiable permanece intacta. Incluso el dinero en manos del público, en metálico o papel moneda, el activo financiero originario o primigenio, que es un pasivo del Banco emisor, desaparecería de un balance consolidado a nivel nacional.

Ahorro y financiación

Toda decisión económica, bien sea de consumo o de inversión, requiere recursos financieros para su ejecución. Cuando una familia compra bienes de consumo (corrientes o duraderos) o una empresa realiza inversiones para aumentar su capacidad productiva, la adquisición de bienes reales se paga normalmente con dinero, pero puede tener lugar también por medio del intercambio de cualquier otro activo financiero, la emisión de pasivos financieros (contracción de deudas) o, excepcionalmente, por medio del intercambio de otro activo real. Los problemas de financiación se les presentan a los agentes económicos (personas físicas o jurídicas) cuando las salidas previstas de dinero causadas por las decisiones económicas de cuya adopción son responsables superan a las entradas esperadas de dinero por ellas generado, puesto que en esos casos tienen que recabar en los correspondientes mercados los recursos financieros necesarios para hacer frente a esos déficits de tesorería¹². Estos déficits de financiación de los individuos, las familias, las empresas o de cualquier institución u oficina pública con capacidad de gasto han de ser financiados con los superávits de otros agentes económicos. Los problemas financieros sólo existen para las unidades económicas elementales (empresas, familias, etc.), pero no para una economía nacional en su conjunto – excepto en sus relaciones con terceros países –, en cuyo contexto habrá de verificarse la igualdad

¹² El término *cash-flow* (del inglés *flow of cash*, flujo de caja) incluye no sólo el dinero en moneda fraccionaria y billetes de banco disponible en caja (dinero en sentido estricto) sino también el dinero colocado en cuentas corrientes bancarias (depósitos) de libre disposición o invertidos en activos financieros de elevado grado de liquidez (cuasi dinero). En su acepción estática, el concepto de *cash-flow* es sinónimo de tesorería. En sentido dinámico el *cash-flow* de una decisión, operación o actividad económica regular viene definido por la doble corriente de cobros (*cash-inflow*) y pagos (*cash-outflow*) que se espera que la misma genere; el *cash-flow* neto o simplemente (*cash-flow*) viene dado por el saldo o diferencia entre ambas corrientes monetarias de signo contrario.

contable de los recursos financieros generados con los recursos financieros aplicados. Los problemas de financiación son únicamente de naturaleza microeconómica.

El ahorro es la parte de la renta de los agentes económicos no consumida que es destinada (directa o indirectamente, a través de alguno de los múltiples circuitos que operan en el mercado financiero) al incremento de la capacidad productiva de las empresas (inversión)¹³

La inversión constituye o reconstituye (repone) el capital productivo o capital en sentido económico de un país¹⁴. Ahorrar equivale a formar o acumular capital. A diferencia de las operaciones de financiación, que en un balance consolidado a nivel nacional desaparecen (los créditos o saldos deudores – activos – de unos son deudas o saldos acreedores – pasivos – de otros), el ahorro es fruto de decisiones a nivel microeconómico que sí tiene relevancia también a nivel macroeconómico. El ahorro supone a la postre un incremento del capital productivo o riqueza de un país.

Para las economías domésticas (familias) el ahorro es el exceso de renta sobre los gastos de consumo corriente. Para las empresas, el ahorro es la parte del beneficio anual que no se reparte en forma de dividendos sino que se retiene y acumula en la empresa en forma de fondos de reserva. El ahorro del sector público viene dado por la diferencia positiva entre los ingresos y gastos corrientes. Para que el déficit público coincidiera con el desahorro de las Administraciones públicas habría que deducir del mismo los gastos de inversión más las transferencias de capital. El déficit público expresa las necesidades de financiación de las Administraciones públicas o déficit según la Contabilidad Nacional. El saldo negativo de la balanza de pagos por cuenta corriente disminuye la posición acreedora del país con respecto al resto del mundo o incrementa la posición deudora, y viceversa, cuando el saldo de la balanza de pagos por cuenta corriente es positivo.

Para los economistas clásicos, como los salarios sólo permitían a los trabajadores sufragar el mínimo vital, eran los terratenientes y las clases sociales acomodadas los únicos que podían ahorrar. El ahorro fue considerado en general como algo encomiable. Thomas Malthus advirtió, sin embargo, que el exceso de acumulación podía debilitar la demanda para dar salida a la producción de bienes y servicios.

Para los economistas neoclásicos la conexión entre el ahorro y la inversión se produce a través del mercado financiero, en el que unos agentes económicos ofrecen ahorro y otros lo demandan para efectuar sus inversiones. La oferta de ahorro es una función creciente del tipo de interés y la inversión (demanda de ahorro) una función decreciente. El tipo de interés de equilibrio es el que iguala la oferta y la demanda de ahorro.

¹³ Inversión es por definición incremento neto de capital; y capital, en sentido económico, el conjunto de bienes producidos que sirven para producir otros bienes. Ahorrar y atesorar son cosas distintas, que conviene no confundir. Ahorrar es dejar de gastar una parte de la renta percibida para invertirla en alguno de los múltiples activos reales o financieros con la esperanza de obtener una renta posterior y recuperar además el dinero invertido; atesorar es conservar una parte de la riqueza en activos completamente líquidos (dinero), ya sea por los motivos de transacción, especulación o precaución que identificó J. M. Keynes (1936) para explicar la preferencia por la liquidez o demanda de dinero, o por ignorancia, temores infundados o avaricia patológica. Ahorrar supone privación de consumo; atesorar comporta además pérdida de rentabilidad. El ahorro facilita la financiación de las empresas y de los demás agentes económicos demandantes de fondos; el atesoramiento la dificulta. Atesorar equivale a retirar dinero de la circulación.

¹⁴ Inversión y ahorro son variables flujo, mientras que capital es una variable stock o fondo. La inversión de un determinado período de tiempo es la diferencia entre los stocks de capital al término y al comienzo del mismo; cuando esta diferencia es negativa, en lugar de inversión hay desinversión.

En el modelo keynesiano el tipo de interés pasa a ocupar un lugar secundario como factor determinante del ahorro. Para John Maynard Keynes (1936) el ahorro depende de la renta nacional y ésta de la inversión. El equilibrio entre el ahorro y la inversión sólo se consigue cuando la renta nacional alcanza el denominado valor de equilibrio, esto es, aquel valor para el cual la oferta total de la economía es igual a la demanda o, equivalentemente, cuando el ahorro esperado es igual a la inversión planeada. Ex post o a posteriori el ahorro es siempre igual a la inversión, habida cuenta de que los stocks de bienes de consumo no vendidos por las empresas son calificados como bienes de inversión.

Finanzas y economía

Las finanzas – o, simplemente, financiación – es la parte de la ciencia económica que ha experimentado mayor desarrollo durante las últimas décadas. Los pilares que sustentan su actual configuración fueron puestos en su mayor parte durante las décadas de los 1950, 1960 y 1970. Es una nueva especialidad o rama del saber que se diferencia del resto de las especialidades económicas tanto en el enfoque o punto de vista como en la metodología o instrumental analítico utilizado. Su principal centro de atención es el análisis de los mercados financieros y la formación de los precios de los activos que en ellos se negocian, por un lado, y el análisis del aprovisionamiento del capital por parte de las empresas no financieras y su aplicación a usos productivos (proyectos de inversión), por otro, aunque en estrecha relación o dependencia de este segundo aspecto con respecto al primero. Los modelos matemáticos de análisis que se utilizan normalmente en finanzas – o economía financiera, como también se denomina a esta nueva rama del saber – son fundamentalmente modelos de naturaleza dinámica, porque incluyen la variable tiempo de forma explícita, y financiera, porque la mayor parte de las variables y parámetros que dan contenido a los mismos son extraídos de las cuentas anuales o estados contables de síntesis.

El mercado financiero¹⁵ es el mercado en el que se negocian activos financieros. En él se intercambian unos activos financieros por otros activos financieros, o por dinero, o incluso por activos reales. En el mercado financiero se suelen distinguir dos submercados: el *mercado de dinero* y el *mercado de capitales*. En el mercado de dinero o mercado monetario se conciertan las operaciones de crédito a corto plazo o, más concretamente, en su acepción más restringida, en él se negocian activos financieros a corto plazo y, por tanto, de elevado grado de liquidez. A este mercado acuden las empresas para financiar sus inversiones en activo circulante y sus déficits de tesorería, esto es, las necesidades de financiación asociadas al ciclo de explotación o ciclo *dinero – mercancías – dinero*. Cuando se habla de mercado de dinero o mercado monetario sin más, se suele hacer referencia tanto al mercado primario como al mercado secundario de los diferentes activos que en él se negocian. Comprende el mercado interbancario, el de certificados de depósito, el de bonos y pagarés del Tesoro, el mercado de letras de cambio y pagarés de empresa, y, en general, el mercado de toda clase de activos financieros a corto plazo.

El *mercado de capitales* es aquella parte del mercado financiero en la que se conciertan operaciones de crédito a largo plazo o, más concretamente, en su acepción más restringida, en donde se negocian activos financieros a largo plazo. A este mercado acuden las empresas para financiar, conjuntamente con la autofinanciación o financiación interna, las inversiones en activo fijo y la parte estable del activo circulante (fondo de rotación). El mercado de capitales incluye no sólo a los mercados primario y secundario de valores, sino también al mercado de crédito a largo

¹⁵ O mercados financieros, en plural más bien, porque el mercado financiero se subdivide en una serie de mercados en los que se negocian activos con diferentes características de riesgo, vencimiento o liquidez; y también, desde otro punto de vista, en una serie de mercados con diferente grado de formalización o regulación; o en los que se negocian productos financieros distintos ...

plazo en sentido amplio. El mercado primario de valores o mercado de emisión es el mercado en que se venden por primera vez los valores mobiliarios (acciones, obligaciones, etc.) emitidos por una empresa o por cualquiera otra institución privada o pública, mientras que el mercado secundario es en donde se negocian los valores que han sido previamente vendidos en el mercado primario. El mercado secundario de valores es, pues, un mercado de *segunda mano* o mercado de reventa. Las bolsas de valores son una parte, sin duda la más importante y mejor organizada, de los mercados secundarios de valores o mercados de negociación; el resto del mercado secundario es el denominada mercado extrabursátil.

Los mercados de dinero y de capitales, del mismo modo que los mercados primario y secundario de valores, están estrechamente relacionados, y ninguno de ellos puede alcanzar un desarrollo satisfactorio sin un funcionamiento mínimamente eficiente del otro. Nadie estaría dispuesto a comprar acciones u obligaciones de una empresa en el mercado primario de valores, por ejemplo, si no existiera un mercado secundario en el que poder venderlos cuando se necesite dinero. En general, directa o indirectamente, todos los submercados del mercado financiero están relacionados de algún modo, y el mal funcionamiento de algunos de ellos constituye una rémora para el buen funcionamiento de los restantes.

Los intermediarios financieros (bancos y cajas de ahorro, sociedades y fondos de inversión mobiliaria, compañías de seguros, sociedades mediadoras del mercado de dinero, cooperativas de crédito, etc.) son empresas que operan en el negocio de la compraventa de activos financieros. Las empresas financieras compiten no sólo en tipos de interés, sino también en diferenciación de productos y formas de publicidad. La mayor parte de los clientes de los bancos suelen ser alternativamente prestatarios (deudores) y prestamistas (depositantes). Los bancos ajustan los tipos de interés (y se lucran con la diferencia) y los plazos de sus operaciones activas y pasivas; aceptan pasivos y conceden créditos por la cuantía que conviene a sus clientes; mediante la diversificación de sus pasivos y activos funden el riesgo de sus operaciones y lo reducen notablemente; por medio del proceso de ajuste de los plazos de sus operaciones activas con los de sus operaciones pasivas, según las preferencias de sus clientes y las restricciones impuestas por los coeficientes legales, en su caso, y los principios de una sana gestión y una razonable solvencia financiera, los bancos transforman el ahorro a corto plazo (depósitos a la vista) en créditos a largo plazo; y, por último, mediante el proceso de expansión múltiple del crédito bancario los bancos crean dinero. En suma, los intermediarios financieros recogen (recolectan) el ahorro transitoriamente ocioso de los agentes económicos con excedente o superávit de caja y lo hacen llegar a los agentes económicos con carencia o déficit, una vez transformado por el banco dicho ahorro (dinero) en los activos financieros que convenga, o bien lo invierte el propio banco en activos financieros que compra en el mercado externo, lucrándose con la diferencia entre los tipos de interés de sus operaciones activas (colocaciones) y las operaciones pasivas (depósitos).

En una economía de trueque (sin dinero) o en un mundo estático y cierto el estudio de las finanzas carecería de sentido o sería irrelevante. El interés de la economía financiera comienza en el momento en que se da entrada en una economía monetaria a la variable tiempo y a la incertidumbre. Cuando la contraprestación que un agente económico recibe por el intercambio de un activo en el presente no es otro activo también en el momento actual, sino una sucesión de recompensas dinerarias en distintas fechas futuras – que hay que homogeneizar haciendo uso del concepto de actualización o descuento para poder sumar y comparar luego con el valor de la prestación y decidir, en consecuencia, la conveniencia de la operación –, hay que echar mano forzosamente del análisis financiero. Cuando las recompensas futuras sólo se conocen en términos de probabilidad, la utilidad del análisis financiero sigue vigente, si bien su aplicación práctica se complica al tener que trabajar con variables aleatorias. Y cuando el documento o título que acredita

la propiedad de la contraprestación – , esto es, el derecho a percibir las recompensas, las cuales dependen a su vez de la marcha de una empresa en concreto (como es el caso de las acciones) o de alguno o varios de los múltiples factores que pueden afectar a la marcha de la economía - son susceptibles de ser negociados en el mercado financiero, éste se convierte no sólo en el gran canalizador del ahorro - convenientemente transformado - entre los oferentes y demandantes de fondos, sino también en el gran mecanismo de evaluación, seguimiento y control de la actividad del sector real de la economía.

La dimensión financiera de la empresa no financiera

Para la economía neoclásica la empresa es un mecanismo que se sitúa en el sector real de la economía entre el mercado de factores productivos y el de productos transformando inputs en outputs; los precios de los factores productivos, al igual que el tipo particular de tecnología que la empresa utiliza (la función de producción) vienen dados por el mercado, supuestamente de competencia imperfecta, en el que existe completa información para todos los participantes en el mismo. La función del empresario consiste en combinar (mezclar) los factores productivos, y también los productos terminados o outputs en el caso de producción conjunta o compuesta, de tal modo que el beneficio de la empresa (diferencia entre ingresos y costes) sea máximo. Por más que su función sea reconocida, el empresario juega un papel muy limitado en el proceso económico. Más que una teoría de la empresa, lo que nos ofrece la teoría neoclásica es una teoría de los mercados. La teoría de la distribución es para los economistas neoclásicos una prolongación de la teoría de los precios; en equilibrio cada factor productivo recibe una retribución igual al valor de su productividad marginal.

Desde el punto de vista de su fenomenología económico-financiera, a la empresa podemos definirla como una sucesión en el tiempo de proyectos de inversión y financiación. Para que la empresa pueda sobrevivir y, en su caso, crecer, la tasa de retorno o tipo de rendimiento interno de las inversiones realizadas ha de ser superior al coste medio ponderado de los recursos financieros utilizados para su financiación.

La empresa nace para hacer frente a una demanda insatisfecha, que hay que descubrir o incluso crear, haciendo uso de las modernas técnicas de publicidad y de marketing en general. La satisfacción de dicha demanda requiere la realización de inversiones en naves industriales, bienes de equipo, stocks, etcétera. Toda empresa tiene un presupuesto financiero (capital propio más capacidad de endeudamiento) limitado, lo que a su vez limita su capacidad inversora. Pero si la empresa dispone de oportunidades de inversión rentables su crédito o capacidad de endeudamiento es mayor y, por consiguiente, también su presupuesto financiero. Inversión y financiación son dos aspectos de la actividad empresarial estrechamente vinculados, dos aspectos duales o complementarios, siendo el concepto de coste del capital medio ponderado el eje principal sobre el que descansa esta importante simbiosis.

Las inversiones en curso de ejecución aparecen recogidas en el activo del balance y las fuentes de financiación realmente utilizadas en el pasivo. Toda operación de inversión comporta otra de financiación; y viceversa, si una empresa demanda recursos financieros en el mercado habrá de ser porque tienen en perspectiva alguna inversión cuya tasa de retorno esperada supera el coste de dichos recursos. Desde el lado financiero la empresa puede ser definida como un conjunto de operaciones (decisiones) de inversión y financiación en interacción dinámica, que tienen su concreción formal en el balance, la cuenta de resultados y el estado de origen y aplicación de fondos; esto es, como un sistema de financiación e inversión; o, más concretamente, como un sistema de transformación de ahorro en capital productivo. La empresa es, en definitiva, una

inversión agregada y organizada; agregada, porque la empresa no es sino la estela que deja el solapamiento de varios proyectos de inversión en marcha; y organizada, porque ese conjunto de inversiones no es un simple conglomerado o amontonamiento de actividades productivas fruto del azar o del capricho de los directivos, sino consecuencia de un plan racional cuidadosamente elaborado.

Según la teoría del mercado eficiente en su relación con el denominado análisis fundamental, el valor de mercado de una empresa (número de acciones en que se subdivide su capital social multiplicado por la cotización media de la acción) debe ser aproximadamente igual u oscilar alrededor del valor que resulta de descontar los flujos netos de caja que se espera que el conjunto de activos de que la empresa dispone en el momento presente es capaz de generar en el futuro, aplicando a dicho beneficio una tasa de descuento ajustada a las características de riesgo (o clase de riesgo) de la empresa, y después de descontar de dicho valor actualizado el valor de las dudas. En una situación de equilibrio del mercado ambos valores deben ser aproximadamente iguales, e iguales a su vez al valor sustancial neto (valor de los activos menos valor de las deudas).

El mercado financiero en el que la empresa está siendo continuamente evaluada, constituye el marco de referencia último de toda acción económica racional. Toda decisión empresarial que incida positiva o negativamente en el beneficio de la empresa ha de tener la consiguiente repercusión en el valor de sus acciones. En un mercado de valores eficiente esa repercusión, en la justa proporción y en la correcta dirección, se produce de inmediato.

La empresa no financiera y el mercado financiero

En el mundo económico moderno, cada vez más complejo e interdependiente, la empresa no financiera tiene una gran dependencia del mercado financiero, como fuente de aprovisionamiento de fondos (propios y ajenos), y como mercado en el que la empresa está siendo evaluada continuamente, en función de su capacidad generadora de beneficios. Referido a la *estructura financiera de la empresa, el coste del capital y la teoría de la inversión*, Franco Modigliani y Merton Miller (1958) publicaron un famoso artículo que cayó como un jarro de agua fría tanto a los teóricos como a los profesionales de las finanzas empresariales. Bajo unas hipótesis ideales de funcionamiento de los mercados financieros, en dicho artículo estos autores sostienen que el coste del capital medio ponderado (coste del pasivo) y el valor de la empresa son independientes de la composición del pasivo, esto es, son neutrales con respecto a la relación por cociente entre los recursos ajenos y los recursos propios o ratio de endeudamiento.

Cuando se relajan las condiciones ideales de funcionamiento de los mercados financieros de que partieron Modigliani y Miller, como demuestran las numerosas investigaciones empíricas realizadas al efecto en los diferentes países, la estructura financiera o composición del pasivo no es neutral con respecto al valor de mercado de la empresa. Los propios autores demostraron cinco años más tarde – rectificando o abjurando en parte de su posición inicial – que al incluir el efecto del impuesto que grava la renta de sociedades, dado que los intereses de las deudas tienen la consideración de gasto deducible a la hora de determinar la base imponible de este impuesto, el endeudamiento incrementa el valor de la empresa. Y Merton Miller (1977), por su parte, demostró que, al incluir el efecto conjunto del impuesto de sociedades y del impuesto que grava la renta de las personas físicas, existe un ratio de endeudamiento óptimo para el sistema empresarial en su conjunto.

El artículo de autoría también compartida por estos dos autores sobre política de dividendos, crecimiento y valor de la empresa, publicado en 1963, es en realidad un corolario o consecuencia

lógica del que ambos autores publicaron conjuntamente en 1958. Bajo similares supuestos de funcionamiento de los mercados financieros, ambos autores sostienen que el reparto de los beneficios entre dividendos y reservas es una simple cuestión de detalle que no tiene ninguna incidencia en el valor de mercado de las acciones de la sociedad. Los numerosos estudios empíricos realizados en los países más representativos parecen sugerir que esta provocativa tesis no se ajusta a la realidad. La política de dividendos no es neutral con respecto al valor de mercado de las acciones de la sociedad. El dinero repartido como dividendos suele ejercer sobre el valor de mercado de las acciones un efecto mucho mayor que el dinero puesto en reservas.

Las proposiciones, tesis o teoremas de Franco Modigliani y Merton Miller, en especial la proposición I que es la que hace referencia al endeudamiento, según la cual por mucho que sea el endeudamiento de una empresa el valor de sus acciones no sólo no disminuye sino que aumenta, debido al efecto del impuesto de sociedades, constituyó un sólido argumento teórico y el gran acicate para que los hacedores de la política económica de los diferentes Estados nacionales con un régimen de economía de mercado más que restringir o tomar medidas cautelares dieran en realidad rienda suelta al endeudamiento empresarial privado durante las tres últimas décadas, y que con ello se produjera la gran explosión del capitalismo financiero que hoy día conocemos. Se halla bastante generalizada la creencia de que el crédito lo hace todo y sin él nada se puede hacer. Pero más importante que el crédito es el capital propio. El uso intensivo del endeudamiento sólo le interesa a la empresa, como es bien sabido, en épocas de prosperidad, cuando el efecto palanca es positivo, esto es, cuando la rentabilidad económica o rentabilidad de los activos (tasa de ganancia) supera el coste del crédito.

Sobre la mayor vinculación de la empresa no financiera al mercado financiero

Hasta hace relativamente poco tiempo una gran parte de la financiación ajena de la mayoría de las empresas, al menos en nuestro país, se hallaba constituida por créditos concedidos por bancos u otras instituciones financieras. A su vez, hasta fechas relativamente recientes la principal fuente de aprovisionamiento de recursos financieros de la banca la han constituido los depósitos. Depósitos a la vista, de ahorro y a plazo son los nombres dados a las imposiciones o colocaciones que con mayor frecuencia los ahorradores efectúan en los bancos y demás instituciones financieras de naturaleza similar. Pero este estado de cosas ha cambiado bastante durante los últimos lustros y, en particular, después de la crisis económica de comienzos de 1970 y los consiguientes desbarajustes financieros que le siguieron. Durante los últimos años de 1970 y los primeros de 1980 ha tenido lugar en nuestro país un proceso de desregulación o liberalización del sistema financiero. Como consecuencia de éstas y otras razones, el peso relativo de los depósitos dentro de los recursos ajenos totales de la banca ha descendido durante los últimos años. Entre los recursos ajenos de los bancos han recobrado mayor peso los pasivos procedentes de emisiones de títulos valores (obligaciones, bonos, cédulas hipotecarias, certificados de depósito, etcétera).

Por otra parte, las grandes empresas cada vez acuden más al mercado de valores, por medio de la emisión de títulos de todo tipo, y menos al crédito bancario. El prestatario o deudor de los bancos de antaño pasa a ser de este modo un emisor de títulos valores, que capta recursos en el mercado financiero en competencia con los bancos, y el ahorrador deja de ser un mero depositante para transformarse en suscriptor. La banca sigue interviniendo por lo regular en este tipo de operaciones, pero no ya como prestamista, sino simplemente como mero consejero o asesor financiero, o como asegurador o garante de la colocación de las emisiones, por cuyos servicios cobra obviamente las correspondientes comisiones.

Muchas grandes empresas se comportan en realidad como si de bancos se tratara, porque con ellos compiten en los mercados financieros. El fenómeno de la creciente titulización de la financiación empresarial y la consiguiente desintermediación de la banca acorta o simplifica los circuitos de financiación empresarial. Esta mayor cercanía o creciente aproximación del ahorro a la inversión productiva debe redundar en una mayor eficiencia tanto del sistema financiero como del sistema productivo en general. El beneficio de la empresa no financiera ya no depende únicamente como antaño de la eficiente utilización de los recursos materiales y humanos de que dispone, sino también, hoy día más que nunca, de la capacidad de sus directivos para operar en los mercados financieros en competencia con los propios agentes financieros.

La internacionalización de los mercados financieros comenzó en los años de 1960 con el desarrollo del llamado euromercado, y se aceleró durante las décadas de los setenta y ochenta con los movimientos internacionales de capital, en un contexto de progresiva interrelación e integración económica de los diferentes países y un sistema de tipos de cambio flotantes. La estrechez de los mercados de valores en la mayoría de los países, que les impedía a los inversores institucionales diversificar convenientemente sus carteras, fue otro factor que jugó en favor de la internacionalización. El desarrollo tecnológico en el campo de la informática y las telecomunicaciones tuvo una influencia decisiva en todo este proceso.

Este proceso de progresiva integración e internacionalización de los mercados financieros refuerza el proceso de multinacionalización e internacionalización de la gran empresa industrial moderna, que planifica sus actividades productivas por encima de las fronteras nacionales, con una visión global de la economía mundial.

Sobre la teoría de la agencia y la teoría directorial

La teoría de la agencia o relación principal-agente es uno de los más antiguos y comunes modos de interacción social que se conocen. Una relación de agencia surge cuando una o más personas (el *principal*) encarga a otra persona (el *agente*) realizar un determinado cometido en su nombre. Una relación de agencia entre dos individuos existe siempre que el agente es autorizado por el principal a suscribir, modificar o cancelar contratos con terceros en su nombre. Cada uno de los sujetos de una relación de agencia tiene sus propios intereses y ambos son maximizadores de utilidad. El problema del principal, como apuntó por primera vez Ross (1973), es ver si existe algún sistema de recompensas para el agente (*manager* o gerente) que produzca una solución Pareto-eficiente para cualquier par de funciones de utilidad del agente y el principal. Jensen y Meckling (1976) agrupan los costes asociados a una relación de agencia en tres capítulos: 1) costes en que incurre el principal para regular la conducta del agente, con la finalidad de que las divergencias entre lo realizado por el agente y lo deseado o simplemente de él esperado sean las menores posibles (*costes de control*); 2) costes en que incurre el agente para garantizar al principal que en su actuación no va a desviarse de lo acordado (*costes de fianza*); 3) la pérdida que al principal puede causarle el agente al tomar decisiones que él no tomaría si estuviera en su lugar (*pérdida residual*). La teoría de la agencia es una ramificación o epígono de la economía de los costes de transacción y el enfoque contractual; la relación principal-agente es una relación contractual; los costes de agencia son también, en buena medida, costes de transacción. Dos enfoques complementarios que se desarrollaron sin embargo, de manera independiente.

Para Alchian y Demsetz (1972) y Jensen y Meckling (1976) la empresa es una *ficción legal* que sirve de nexo para un conjunto de relaciones contractuales entre individuos; un conjunto de contratos entre los propietarios de los factores de la producción.

Relaciones del tipo principal-agente son las que se dan hoy día con mayor profusión en todas las organizaciones económicas. Relaciones de este tipo se dan también en el propio mercado. La mayor parte de las relaciones de colaboración interempresarial, de una empresa principal con sus suministradores, sus distribuidores o sus subcontratistas, son relaciones del tipo principal-agente. Relaciones de colaboración que suelen basarse en la confianza mutua sin que exista ningún tipo de contrato formal por medio. En la teoría clásica o neoclásica el agente que representa la empresa es el empresario, el cual realiza las funciones propias de su condición de empresario y aporta capital-riesgo. En la gran empresa moderna el control está en manos de gerentes profesionales, que en su mayor parte ni siquiera son accionistas. Según el enfoque de los derechos de propiedad y la teoría de la agencia, dentro del concepto de empresa se incluyen no sólo las relaciones contractuales entre los accionistas (*partícipe residual*), los directivos y los trabajadores, sino también, entre otras, las relaciones con proveedores, clientes y acreedores, y de ahí que las lindes entre la empresa y el mercado resulten borrosas²⁶.

Tampoco se puede hablar, según este nuevo enfoque, de un objetivo general de la empresa, sino de los objetivos de los individuos y grupos de individuos que forman parte de la coalición, y de los conflictos que surgen entre los distintos partícipes al procurar alcanzar cada uno de ellos su propio objetivo.

Los ejecutivos o directivos asalariados son el agente de los accionistas (*partícipe residual*) en la gran empresa moderna. Los accionistas son por ley los propietarios de la sociedad anónima. A los gerentes se les contrata para que defiendan los intereses de los accionistas – esto es, la maximización del valor de la empresa o valor de mercado de sus acciones – y no los suyos propios. La actuación de los gerentes no siempre camina, sin embargo, en la dirección que conviene a los intereses de los accionistas. El primer y principal objetivo de los accionistas es maximizar el beneficio por acción; o, lo que es equivalente, que el valor de mercado de sus acciones sea el mayor posible, el cual depende fundamentalmente de los dividendos que los accionistas esperan percibir en el futuro. Por otra parte, los estudios empíricos realizados ponen de manifiesto que la utilidad o satisfacción de los directivos se halla directamente relacionada con el tamaño y la tasa de crecimiento de la empresa, por razones de poder, prestigio, mayores salarios, etcétera. La dirección de la empresa se encuentra presionada por dos fuerzas de sentido contrario a la hora de decidir el reparto del beneficio anual entre dividendos y acumulación a reservas; desde el punto de vista de la utilidad o satisfacción de los accionistas y el incremento del valor bursátil de las acciones, cuanto mayor sea la fracción de los beneficios anuales que se reparte en forma de dividendos, mejor será; por el contrario, desde el punto de vista de los intereses directoriales, cuanto mayor sea esa fracción menor será la parte del beneficio que se acumula a reservas (autofinanciación o financiación interna), cercenando de este modo las posibilidades de crecimiento de la empresa. Es verdad que al incrementar los dividendos y consiguientemente el precio de las acciones se facilita el acceso a la

²⁶ Además de las mencionadas, en la marcha de la empresa están interesadas otras muchas personas o grupos de personas. Por analogía con la palabra *stockholders* (accionistas), en el mundo anglosajón se ha acuñado la palabra *stakeholders* (de *stake*, apuesta, y *holders*, poseedores) para designar a las personas que han apostado por la empresa, como todas las mencionadas, a las que habría que añadir todas aquellas otras que sin haber apostado todavía en el momento presente tienen la posibilidad de hacerlo en el futuro (*opcionistas*). Se trata de derechos o expectativas de derechos que la dirección de la empresa debe promover -por razones de imagen, mayor arraigo en la sociedad y, a la postre, supervivencia y rentabilidad a largo plazo- y los poderes públicos proteger. Ello explica el gran desarrollo e implantación de la auditoría de cuentas en el mundo de hoy, no sólo como instrumento de gestión que también lo es, sino sobre todo como medio para poder disponer de una información veraz acerca del patrimonio, la situación financiera y los resultados de las empresas, que han de hacer pública para general conocimiento en la forma y por los conductos o según los procedimientos que la normativa legal establece.

financiación externa de la empresa mediante la emisión de nuevas acciones (ampliaciones de capital), pero ello incrementa el peligro de tomas de control desde el exterior.

El gran desarrollo, diversificación e internacionalización de la selección de carteras sugieren un creciente divorcio entre la alta dirección de la empresa y sus propietarios o accionistas. En el mundo de la media-varianza ningún accionista tiene interés en tener colocada una parte importante de sus ahorros en acciones de una misma empresa y, por tanto, ningún accionista de una empresa grande o mediana-grande tendrá mayor interés de controlar la labor de sus managers o directivos. Nunca los altos ejecutivos tuvieron tanto poder como en la época actual, ni nunca fueron menores, probablemente, los porcentajes del capital social necesarios para asegurar el resultado de las votaciones en las juntas generales de las grandes empresas. La mayor disciplina a la dirección de la gran empresa moderna no le viene de sus propietarios o accionistas, sino más bien - como señala Fama (1980) - del mercado laboral de ejecutivos y, en último término, de la amenaza de tomas de control externas (OPAS hostiles)²⁷.

Pero, por contra, frente a la creciente atomización de la propiedad de acciones, la inversión institucional (fondos de pensiones, fondos de inversión y seguros de vida, principalmente) ha experimentado un crecimiento sin precedentes durante los últimos lustros, y de ahí que haya autores que hablen de una nueva contrarrevolución de los accionistas. “Una importante consecuencia de la concentración de la propiedad de las acciones para las instituciones financieras es que no pueden venderlas sin que los precios bajen seriamente, en su desventaja. El folklore neoclásico nos dice que los inversores toman los precios de mercado como señales paramétricas y que ajustan continuamente sus carteras de la mejor manera. Esta conducta fue elevada a máxima con el nombre de Regla Wall Street... La rígida adherencia a esta regla está siendo ahora abandonada” (M. Aoki, 1986). Ante este estado de cosas, la influencia sobre los managers de muchas de las grandes empresas industriales ya no se puede ejercer a través del mercado de valores, sino de otra manera.

Un típico conflicto entre accionistas y acreedores en una sociedad anónima tiene su origen en las diferentes consecuencias que para uno y otro colectivo tienen las decisiones de inversión arriesgada. Los accionistas soportan el riesgo de la decisión en primer término; en compensación obtienen como premio todo el beneficio si la inversión sale bien. Los obligacionistas, en cambio, responden con sus créditos cuando las pérdidas causadas por una inversión arriesgada han consumido todo el capital social, y no tienen derecho a participar en las ganancias de la inversión, en el caso de que ésta salga bien.

Las deudas tienen un efecto benéfico sobre la disciplina de los gerentes y, en este sentido, benefician a los accionistas. Debido a la rigidez de los pagos a los obligacionistas por los conceptos de intereses y devolución del principal, los directivos de las empresas más endeudadas tienen un margen de discrecionalidad mucho menor para el manejo del cash-flow – como muy atinadamente señala Jensen (1986) – que los directivos de las empresas no endeudadas o poco endeudadas. Un exceso de cash-flow de libre disposición en manos de directivos profesionales suele producir efectos perversos: realización de proyectos de inversión de baja rentabilidad y crecimiento de la empresa por encima de su dimensión óptima, lo que antes o después va a redundar en un descenso de la cotización de las acciones de la empresa en el mercado de valores y en un aumento del riesgo de que la misma sea objeto de tomas de control externas.

²⁷ Las ofertas públicas de Adquisición de Valores Mobiliarios (OPAS) hechas por otra sociedad, un grupo de sociedades o incluso un particular para hacerse con un porcentaje suficiente de acciones que le permite influir en la marcha de otra sociedad se denominan *hostiles* cuando se hacen en contra de la voluntad o incluso con la abierta oposición de la alta dirección de la sociedad objeto de la OPA.

Empresas y grupos de empresas

La sociedad anónima o sociedad por acciones ha tenido una notable incidencia en el desarrollo económico del mundo occidental. Si bien esta forma jurídica de empresa alcanzó su mayor desarrollo después de la Primera Revolución Industrial, a caballo entre los siglos XVIII y XIX, su antecedente histórico más directo está en las Compañías de Indias creadas a comienzos del siglo XVII en Europa para comerciar con las indias orientales y occidentales²⁸. Algunos autores van más lejos en el tiempo y encuentran el origen de la sociedad anónima en las asociaciones de acreedores del Estado formadas en las florecientes ciudades comerciales del norte de Italia durante la Baja Edad Media, a las que, ante la imposibilidad de hacer frente a la devolución del principal y los intereses de sus cuantiosas deudas, los Gobiernos de estas ciudades-Estado les autorizaban a cobrar impuestos. Estas asociaciones dieron lugar a sociedades, cuyo capital, integrado por los derechos de crédito contra la ciudad-Estado, estaba dividido en partes iguales susceptibles de ser transferidas a otras personas²⁹.

Son dos los principios fundamentales que gobiernan el funcionamiento de la sociedad anónima y explican su extraordinario desarrollo en los países capitalistas; la forma de empresa más universal, sin duda, y, sobre todo, la forma jurídica elegida por la inmensa mayoría de las empresas que hoy día dominan los sectores básicos de la economía. Estos principios son, en primer lugar, el de responsabilidad económica limitada de los socios por las deudas sociales, cuyo límite máximo es el valor de su participación en el capital social, o valor de mercado de sus acciones; y, en segundo lugar, la libre transmisibilidad de las acciones, facilitada por la existencia de mercados de valores organizados en los que se compran y venden estos activos financieros. La mayor parte de las empresas de grandes dimensiones son en la actualidad sociedades anónimas. El gran desarrollo económico del mundo occidental no sería posible sin el concurso de esta forma jurídica de empresa *ad hoc*.

Una forma de empresa que ha permitido dar respuesta de forma más satisfactoria que ninguna otra a los tres roles más elementales o primarios del hombre occidental, a modo de tres grandes pilares que han hecho posible y servido de sostén al *Estado de bienestar*, cuales son su papel como *productor* (trabajador), *consumidor* y *ahorrador*. En las empresas de este tipo encuentran la mayor parte de los ciudadanos la oportunidad de trabajar y ganarse un salario, que no sólo les permite satisfacer sus necesidades y las de sus familias, sino que le permite además ahorrar. Una nueva pero ciertamente importante necesidad (la de ahorrar) del ser humano en el actual estadio de desarrollo de nuestra civilización, el único camino a seguir para acceder a la propiedad de activos reales y financieros los que carecen de ella, y la única manera de incrementar la capacidad productiva de las empresas y crear puestos de trabajo para las generaciones venideras. Con sus dos grandes brazos anclados uno en el sector real de la economía y el otro en el sector financiero, la sociedad anónima, a modo de doble noria o de un dios Jano con dos caras, produce bienes y servicios en serie, con los que satisface la demanda tanto de bienes de consumo como de bienes de inversión de la población, y activos financieros (acciones, obligaciones, bonos, pagarés, etcétera) en cantidades masivas para absorber su oferta de ahorro, al tiempo que se le ofrece

²⁸ La primera compañía de esta clase, la Compañía Holandesa de las Indias Orientales, fue creada en 1602; la Compañía Inglesa de las Indias Orientales fue fundada en 1612, la Compañía Danesa de las Indias Orientales en 1616, la Compañía Holandesa de las Indias Occidentales en 1621 y la Compañía Francesa de las Indias Occidentales y Orientales en 1644. A petición de políticos y arbitristas, las compañías de comercio comenzaron a crearse en España a comienzos del siglo XVIII: la Real Compañía Guipuzcoana de Caracas se fundó en 1728, la Compañía de la Habana en 1740, la Compañía de Santo Domingo o de Cataluña en 1755, la Real Compañía de Filipinas en 1785.

²⁹ De estas asociaciones de acreedores nació el Banco de San Jorge de Génova y el de San Ambrosio de Milán.

públicamente a todo ciudadano - cualquiera que sea su condición - la posibilidad de hacerse socio suscribiendo acciones.

Las fusiones y las absorciones, y más recientemente las compras con apalancamiento (LBOs)³⁰, son los procedimientos más corrientemente utilizados en el crecimiento empresarial externo³¹. Pero, en lugar de absorber o fusionarse con otras sociedades, o adquirir partes del activo de otras empresas que siguen funcionando después de la escisión con su propia personalidad jurídica, una sociedad anónima puede incrementar su potencialidad económica tomando participaciones en otras sociedades anónimas mediante la compra de acciones. Con la mitad más una de las acciones la sociedad adquirente o dominante (también llamada matriz, tenedora o *holding*) tiene asegurada la mayoría absoluta en la junta general de accionistas de la sociedad filial o participada y, por tanto, también la responsabilidad de su dirección y control, al tener derecho a nombrar la mayoría de los miembros del Consejo de administración. En teoría la sociedad tenedora necesita poseer más del 50 por 100 de las acciones de la filial para asegurarse la mayoría de los votos en la asamblea de accionistas; en la práctica, dado el tradicional absentismo de los accionistas minoritarios, porcentajes bastante inferiores suelen resultar suficientes. Una misma sociedad matriz o tenedora (cabecera de grupo) puede tener varias filiales, en cuyo capital participa con diferentes porcentajes, las cuales pueden tener a su vez filiales (subfiliales o filiales de segundo grado), y así sucesivamente.

Se configuran de este modo los grupos o conglomerados empresariales - los grandes pulpos de la industria moderna -, formado por un gran número de sociedades anónimas jurídicamente independientes, cuya dirección y control compete en último término a la primera matriz (la sociedad tenedora cabecera del *holding*), que hoy día dominan los sectores más importantes de la economía. Las relaciones de dependencia o dominio vía participación en el capital social entre las empresas de un mismo grupo pueden ser *directas, indirectas, triangulares, recíprocas, circulares y mixtas o complejas*. Más que de empresas de lo que hay que hablar hoy día en realidad es de grupos de empresas, los verdaderos actores del quehacer económico y motores del progreso. Un grupo es una *unidad de dirección*; un conjunto o conglomerado de sociedades, jurídicamente independientes, que ajustan sus actuaciones a las normas o dictados emanados de un mismo equipo directivo, aunque entre las mismas no exista ningún tipo de vinculación vía participación en el capital social.

Debido a la diversidad de relaciones de dependencia empresarial y al diferente grado de cohesión, así como a la diferente naturaleza en muchos casos de sus actividades productivas, no resulta fácil identificar en la práctica a las sociedades que forman parte de un mismo grupo³². Existen una serie de circunstancias, como son la participación mayoritaria en el capital social,

³⁰ Se denomina LBO (del inglés *Leveraged Buy-Out*) o compra con apalancamiento a la fórmula utilizada por algunas empresas para adquirir la propiedad de otras empresas consistente en comprar sus acciones - normalmente sólo la mayoría - financiando una parte importante de su precio de coste a crédito, con la garantía de los activos de la propia empresa que va a ser adquirida. De este modo, empresas con un ratio de endeudamiento (deudas/capital propio) próximo a la unidad, y, por tanto, muy solventes desde el punto de vista financiero, pasan a tener un ratio muy superior y un riesgo financiero, por tanto, notablemente mayor. Esta fórmula de adquisición de empresas fue muy utilizada en las décadas de 1980 y 1990.

³¹ Se le suele denominar así en la literatura económica a todo proceso de expansión empresarial que no es fruto de un crecimiento natural, desde dentro, de la propia empresa.

³² El artículo 1 de la Séptima Directiva de la CEE sobre cuentas consolidadas, señala los supuestos que han de darse para que los Estados miembros impongan a toda sociedad sometida a su Derecho nacional la obligación de presentar cuentas consolidadas.

relaciones de dependencia establecidas por contrato o en los estatutos, coincidencia en los nombres de la mayoría de los miembros de los consejos de administración o directivos, etcétera, que, cuando se dan, parece lógico suponer que las correspondientes sociedades forman parte de un mismo grupo. En la órbita de las grandes empresas industriales modernas - las empresas multinacionales no son sino su prolongación histórica -, integradas horizontal y verticalmente y diversificadas sectorial y territorialmente, gravita toda una gran constelación de empresas (medianas y pequeñas; auxiliares, complementarias, subcontratistas, etcétera) con las que la empresa cabecera del grupo no tiene más vinculación muchas veces que la meramente funcional³³. Salvo en los sectores menos importante o los marginales de la economía, la guerra de la competencia ya no se libra hoy día entre empresas sino entre grandes grupos o coaliciones de empresas, bajo un horizonte temporal o período de planificación de largo plazo y un mercado de proyección geográfica supranacional o incluso mundial.

La “deconstrucción” de la empresa

La gran empresa industrial moderna, integrada horizontal y verticalmente y diversificada sectorial y geográficamente, pudo crecer y crecer merced a la existencia de un estilo de organización *ad hoc*, que no ha sido otro que el denominado por Alfred D. Chandler Jr. (1962, 1977) organización multidivisional (o simplemente divisional) o la que otros autores denominan organización descentralizada por objetivos. El paso de una organización de tipo jerárquico a una de tipo departamental y luego a otra de tipo multidivisional permitió la delegación de poderes y responsabilidades. Frente al proceso de crecimiento externo por medio de fusiones y absorciones, principalmente, el procedimiento de la toma de participación (compra de acciones) en el capital de otras sociedades anónimas jurídicamente independientes - todos ellos procedimientos típicos de la concentración económica, en general, y de la concentración empresarial, en particular -, un nuevo proceso se ha abierto en los países industrializados más representativos que se manifiesta con especial vigor en el caso concreto de España: la segregación o escisión de trozos (departamentos, líneas de producción, parte de los activos, etc.) de una sociedad ya existente y su conversión en sociedades anónimas independientes, cuyo capital social en su totalidad o en su mayor parte sigue siendo propiedad de la primera, o bien cuando dicha empresa decide abrir una nueva línea de producción, en vez de crear un nuevo departamento, división o unidad funcional, crea una nueva sociedad anónima, participada al 100 por 100 o en más del 50 por 100 de su capital social. Los múltiples despachos de una misma planta ocupados otrora por personal adscrito a las distintas unidades administrativas de una misma empresa, son pocos años después sedes de múltiples sociedades anónimas diferentes, aunque del mismo grupo, en los que trabajan prácticamente las mismas personas, realizan la misma labor y comparten las mismas instalaciones y servicios administrativos comunes.

Las causas de este fenómeno son múltiples. La principal es la natural prudencia y elemental precaución de querer compartimentar el desigual riesgo de las distintas actividades productivas para que, dado el principio de responsabilidad económica limitada de los accionistas de una sociedad anónima, cuya cuantía máxima se cifra en el valor de su neto patrimonial, el riesgo de unas actividades no se contagie a las restantes y evitar de este modo que el posible fracaso en algunas de ellas se lleve por delante el neto patrimonial de todo el conglomerado. Otras veces la segregación y posterior venta de determinadas partes de la empresa, sobre todo de líneas de producción muy consolidadas desde el punto de vista tecnológico y comercial o en declive, se hace para liberar recursos con los que poder financiar actividades productivas de mayor futuro. Los mayores costes

³³ Cuando la banca no sólo financia el ciclo de explotación de estas empresas sino también su activo fijo y una gran parte de las acciones de las grandes empresas industriales forma parte de la cartera de valores de los grandes bancos, nos hallamos en la fase de desarrollo capitalista que Rudolf Hilferding (1908) denominó *capitalismo financiero*.

fijos, financieros o de cualquier otro tipo suponen un incremento del grado de apalancamiento (operativo y financiero) de la empresa que acentúa la variabilidad de su beneficio neto y con ello su riesgo. Al riesgo asociado a la configuración de la estructura económica y financiera de la empresa hay que añadir el procedente de las fluctuaciones de la demanda y las vicisitudes del mercado, mucho mayor en épocas de crisis que en las de bonanza económica o estabilidad. Las rigideces del mercado laboral y el mayor coste del despido en España (los costes fijos del factor trabajo) han incidido negativamente – por el incremento de riesgo que genera este mayor apalancamiento operativo - en el crecimiento de la empresa, al retraer el capital, y explica - en alguna medida, al menos - la política seguida por muchas empresas de transferir la propiedad de activos de mayor valor (principalmente inmuebles) a alguna otra sociedad del grupo para luego disponer de ellos en régimen de alquiler.

Este doble proceso de expansión y desintegración empresarial es de naturaleza *deconstructiva*³⁴. La empresa se está haciendo y deshaciendo continuamente en el mercado. Detrás de todo proceso de construcción empresarial viene otro de *deconstrucción* para reconstruir el mercado, y así sucesivamente. Un juego dialéctico de naturaleza cíclica y acumulativa que se realimenta.

A modo de conclusión

Bajo un horizonte temporal de largo plazo, las fuerzas del mercado tenderán a igualar el coste del capital medio ponderado de todas las empresas pertenecientes a una misma clase de riesgo y harán que la tasa interna de rendimiento sea igual para todas ellas e igual a su vez a su coste del capital medio ponderado³⁵. Pero la esencia de la función empresarial consiste precisamente en romper esas situaciones de equilibrio en beneficio propio, bien sea descubriendo oportunidades de inversión con una rentabilidad superior a la normal o bien allegando fondos para financiar esas inversiones con un coste inferior a la media del sector. En los conceptos de tasa interna de rendimiento y coste del capital medio ponderado se hallan resumidos todos los teoremas fundamentales de la moderna administración de empresas. Ellos son dos de las tres grandes compuertas que regulan el caudal de la actividad económica global; la otra es el tipo de cambio de la divisa nacional.

© All rights reserved

³⁴ De *deconstrucción*, término acuñado por el filósofo francés Jacques Derrida. A toda deconstrucción sigue una construcción que habrá de ser deconstruida.

³⁵ Es entonces, en esa situación de equilibrio, cuando el concepto de tipo de rendimiento interno es equivalente a los conceptos de *tasa natural de interés* de Böhm-Bawerk y de *eficiencia marginal del capital* de J. M. Keynes. Un tipo de interés a largo plazo que puede ser muy diferente del tipo de interés corriente o de mercado, reflejo a su vez de las tensiones entre la oferta y la demanda de *fondos prestables*.