



Universidad de Navarra

Occasional Paper

OP nº 99/5

Octubre, 1999

MORAL CRISTIANA Y FINANZAS
EMPRESARIALES

Domènec Melé *

* Profesor de Ética de la Empresa, IESE

La finalidad de los IESE Occasional Papers es presentar temas de interés general a un amplio público. A diferencia de los Documentos de Investigación, no pretenden ofrecer aportaciones originales a los conocimientos empresariales.

IESE Business School - Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 - 08034 Barcelona. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) - 28023 Madrid. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright© 1999, IESE Business School. Prohibida la reproducción sin permiso

MORAL CRISTIANA Y FINANZAS EMPRESARIALES

Resumen

Las decisiones de inversión y de financiación no son, en realidad, decisiones exclusivamente financieras, en el sentido de que sólo dependan de las técnicas financieras. Son, ante todo, decisiones humanas. En ellas se ejerce la racionalidad práctica –orientada a la acción– y, como todas las decisiones humanas, tienen carácter ético por ser intencionales y referirse a personas.

En este trabajo se trata de poner en relación las finanzas con la ética y la moral cristiana. En primer lugar, se pone de manifiesto que la teoría de la decisión financiera parte de un cierto modelo de hombre y de una determinada concepción de la empresa que condiciona sus conclusiones. Una racionalidad integral ha de ir más allá de las conclusiones a las que llega la citada teoría. Por otra parte, se revisan un conjunto de problemas relacionados con las finanzas empresariales, en los que la dimensión ética se hace especialmente presente. Se refieren a ciertas decisiones de inversión (o desinversión) y sobre el modo de financiar determinadas operaciones empresariales.

MORAL CRISTIANA Y FINANZAS EMPRESARIALES

Introducción

La función financiera en la empresa mercantil ha evolucionado notablemente a lo largo del siglo XX y, sobre todo, en las últimas décadas. Hasta los años treinta, los directores financieros básicamente se dedicaban a buscar fondos para financiar la empresa. Su misión era sufragar los gastos para que la empresa pudiera llevar a cabo sus actividades y manejar la tesorería para hacer frente a los pagos previstos y hacer rendir los posibles excedentes monetarios. Con la recesión económica que siguió al crac del año 1929, la atención se centró en mantener una correcta proporción entre los recursos propios y los recursos ajenos utilizados para la financiación de la empresa, aunque sin olvidar lo anterior. En la década de los cincuenta pasó a ocupar un lugar destacado el seguimiento del flujo de fondos relativos a la gestión interna de la empresa. Unos diez años después, la función financiera se amplió al análisis y control del valor económico de la empresa, atendiendo al flujo previsto de beneficios futuros y el riesgo de que los beneficios reales no se correspondan con los previstos. Estos dos últimos conceptos se relacionan con el valor de las acciones, ya que suele pagarse más por las acciones cuando la expectativa de beneficios es mayor.

Todos estos cometidos de la función financiera tienen mucho que ver con una apropiada selección de proyectos de inversión de capital. A su vez, la inversión exige una adecuada financiación y las necesidades de financiación dependen de la proporción entre los beneficios distribuidos como dividendos y los destinados a incrementar los recursos propios de la empresa. De aquí que pueda afirmarse, con Weston y Copeland (1), que en la empresa hay tres funciones financieras clave: inversión, financiación y distribución de dividendos. Esta última está estrechamente relacionada con la financiación (a menores dividendos, mayores recursos propios y menor necesidad de endeudamiento). Tal vez por ello, Brealey y Myers (2) reducen a dos los tipos de decisiones que ha de afrontar la dirección financiera de la empresa: primero, decidir cuándo debería invertir la empresa y en qué activos debería hacerlo (decisión de inversión) y, segundo, decidir cómo deberían conseguirse los fondos necesarios para tales inversiones (decisión de financiación).

Las decisiones de inversión y de financiación no son, en realidad, decisiones exclusivamente financieras, en el sentido de que sólo dependan de las técnicas financieras. Son, ante todo, decisiones humanas. En ellas se ejerce la racionalidad práctica –orientada a la acción– y, como todas las decisiones humanas, tienen carácter ético por ser intencionales y referirse a personas.

(1) Weston, J. F. y T. E. Copeland, «Managerial Finance», 9ª ed., The Dryden Press, Fort Worth, 1992, pág. 5.
(2) Brealey, R. A. y S. C. Myers, «Fundamentos de financiación empresarial», 4ª ed., McGraw-Hill, 1994, pág. 3.

Hay un conjunto de problemas relacionados con las finanzas empresariales en los que la dimensión ética se hace especialmente presente; algunos de ellos se han hecho singularmente patentes en los últimos años. Se refieren a ciertas decisiones de inversión (o desinversión) y sobre el modo de financiar determinadas operaciones empresariales con notorias implicaciones éticas de las que nos ocuparemos en la presente nota.

Las finanzas empresariales utilizan elaborados modelos y técnicas para obtener los mejores resultados económicos en decisiones de inversión o de financiación, pero eso no basta para justificar la moralidad de las decisiones adoptadas. Los modelos se basan en unas hipótesis que incluyen una concepción muy simplificada del hombre, y sobre ellas se desarrollan, pero no agotan la realidad del ser humano. Como afirma Miller: «La empresa en finanzas... (es) ...simplemente una máquina que “usa dinero hoy para hacer dinero mañana”» (1). Pero más allá de estos modelos y por encima de los aspectos técnicos y económicos, hay otro aspecto más profundo que no conviene olvidar: el de su dimensión moral (2).

Hombre y empresa en la teoría económico-financiera

La teoría de la dirección financiera (TDF), que sustenta en gran medida las finanzas empresariales, contiene un sofisticado soporte matemático diseñado para fundamentar la función financiera de la empresa. Al analizar esta teoría se descubre que parte de un «modelo de hombre» que actúa motivado exclusivamente por autointerés (*self-interest*), entendido éste como utilidad económica. En cuanto al modo de conocer, la TDF asume que las acciones relativas a las finanzas responden a motivaciones racionales, es decir, son actuaciones cuyos motivos han sido captados por la razón como convenientes en algún aspecto. En otras palabras, se asume la racionalidad. Sin embargo, esta racionalidad es entendida exclusivamente como *racionalidad económica*, definida por cinco axiomas, ya clásicos, enumerados por Von Neumann y Morgenstern (3).

La racionalidad económica se basa en la habilidad que poseen las personas de ordenar sus preferencias de modo consistente entre una amplia gama de elecciones posibles. Es un ejercicio de racionalidad instrumental que pretende formalizar los principios de actuación hasta llegar a poder predecir las características del comportamiento de los participantes en una economía social de modo casi matemático (4).

En definitiva, la consideración del autointerés, reducido a la motivación por los resultados económicos y guiado por la racionalidad económica, supone una antropología limitada a un modelo de hombre cuyo comportamiento viene motivado por el afán de ganar tanto como sea posible. Al propio tiempo, se les supone capacidad de conocer cuál es el mejor modo de conseguirlo. Las otras posibles motivaciones o capacidades racionales no se niegan, pero se omiten. Esta omisión es fácilmente comprensible, ya que en bastantes

(1) Miller, M. H., «Behavioral Rationality in Finance: The Case of Dividends», *Journal of Business*, 59, 1986, pág. 452.

(2) Cf. Juan Pablo II, «Discurso a empresarios y trabajadores españoles», Barcelona, 7 de noviembre de 1982, nº 7.

(3) Neumann, J. Von y O. Morgenstern, «Theory of Games and Economic Behavior», 2ª ed., Princeton University Press, Princeton, NJ, 1947.

(4) Literalmente, los citados autores afirman: «We wish to find the mathematical complete principles which define “rational behavior” for the participants in social economy, and derive from them the general characteristics of this behavior» (pág. 31).

acciones financieras las hipótesis antropológicas de partida se corresponden con los resultados observados (por ejemplo, obtener un crédito en las mejores condiciones económicas o conseguir una adecuada rentabilidad para los excedentes de tesorería) y otras motivaciones, en la práctica, pueden ser poco relevantes. Introducir muchas consideraciones antropológicas complicaría excesivamente el modelo utilizado para desarrollar la teoría. En cambio, con esta visión simplificada del sujeto actuante, el modelo se hace más sencillo y, por tanto, más manejable desde la perspectiva formal.

Por otra parte, la empresa se concibe como un nexo de contratos explícitos e implícitos con unos costes asociados a su establecimiento y cumplimiento. Teniendo en cuenta las motivaciones del sujeto implícito en la TDF, es lógico añadir que en la empresa existen intereses individuales en conflicto que deben ser considerados. La TDF, basándose en la teoría de la agencia introducida por Jensen y Meckling (1), establece que dichos conflictos pueden hacerse parcialmente compatibles mediante pactos o contratos, derivándose algunas ventajas para todos. Sin embargo, los conflictos de intereses no pueden eliminarse del todo: hay conflictos de intereses entre propietarios y directivos, entre accionistas y prestamistas, etc., para cuya solución no basta con la existencia de contratos.

El primero de estos conflictos es el que surge entre el principal (propietario) y su agente (director ejecutivo). Los directivos pueden trabajar menos para aumentar los beneficios para los accionistas, y más para potenciar su prestigio personal o para obtener ventajas extrasalariales, con el consiguiente aumento de costes (despachos extremadamente lujosos, viajes y automóviles excesivamente caros, aprobación de proyectos más importantes por el prestigio que por la rentabilidad, más preocupación por aumentar la cuota de participación en el mercado o el tamaño de la empresa que por la rentabilidad, etc.). Para evitarlo, la teoría sugiere que los propietarios han de actuar sobre los *sistemas formales*, ya sea mediante auditorías para limitar el comportamiento directivo, o introduciendo cláusulas de garantía para evitar abusos, efectuando cambios en la organización para limitar la capacidad de los directivos de realizar prácticas indeseables, ya sea haciendo participar a los directivos en los intereses de los accionistas, por ejemplo, dándoles una relevante participación en las acciones o en los beneficios obtenidos.

El propio *mercado* también ejerce cierto control. Los directivos más efectivos se supone que son más valorizados en su retribución, y ello será un incentivo para lograr mejores resultados. Por otra parte, en las empresas que cotizan en bolsa existe la posibilidad de una adquisición hostil de las compañías mal dirigidas, con el consiguiente cambio de la dirección por otra más eficaz. En las otras empresas también se puede producir el cambio si se advierte que una nueva dirección puede mejorar los resultados para los accionistas.

De acuerdo con la teoría, la solución de estos conflictos viene, pues, por las fuerzas del mercado, a las que se añaden sistemas formales de control. El carácter moral de los sujetos queda excluido.

La hipótesis de maximizar la riqueza para los accionistas

La TDF formula funciones a maximizar, incluyendo ciertas restricciones. Esto requiere fijar un objetivo final para la empresa, y este objetivo se supone que es maximizar el

(1) Jensen, M. C. y W. H. Meckling, «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, págs. 305-360.

valor económico de la misma y, en definitiva, maximizar la riqueza de los accionistas. La cuestión que surge es por qué se acepta esta hipótesis y no otra. Hay autores de conocidos manuales de finanzas empresariales que no dan respuesta a esta cuestión; otros, en cambio, tratan de justificarla. Brigham y Gaspenski (1), por ejemplo, consideran que los directivos tienen otros objetivos distintos de la maximización del valor económico de la empresa, pero asumen como hipótesis de trabajo algo que consideran una cuestión de hecho, porque «la meta más importante de la mayoría de corporaciones es maximizar el valor de la acción». Algo parecido hacen Van Horne y Wachowicz (2), quienes también suponen que la meta de la empresa es maximizar la riqueza de los propietarios de la misma, y para justificarlo presentan las declaraciones de cinco compañías importantes que afirman tener este objetivo. Es un argumento bastante débil, ya que lo que se hace no siempre es lo que se debería hacer. Pero incluso en el terreno descriptivo, podrían citarse otras compañías que aseguran que sus objetivos son múltiples. Entre ellos está dar un buen retorno a los accionistas, pero éste es un objetivo más entre otros relativos a los directivos, empleados, clientes o el servicio a la sociedad. Es también sabido que muchas otras compañías, en las que los directivos gozan de gran poder y el control efectivo sobre ellos no es suficiente, el objetivo principal es más el interés de los directivos que el de los accionistas.

Ross, Westerfield y Jaffe (3) afirman que no es posible dar una respuesta definitiva a la cuestión de cuál es la meta primaria de la empresa, por considerar que la empresa sólo existe en cuanto es «contemplada por la ley» (4). Pero como es necesario identificar de modo preciso quién controla la empresa, aceptan la hipótesis de que ésta es un nexo de contratos. Esta visión legalista y contractualista de la empresa, a la que ya hemos aludido, es compartida por otros (5). A partir de aquí, se sugiere que, en la medida que lo permite la legislación, la empresa intentará maximizar la riqueza de los accionistas con actuaciones que incrementen el valor actual por acción.

Más matizada es la hipótesis de partida de Weston y Copeland (6), quienes consideran que el objetivo de la empresa es maximizar el valor de la firma, aunque para muchos este objetivo está sujeto a las restricciones impuestas por las responsabilidades hacia los grupos de interés de la firma (*stakeholders*). Por su parte, Levy y Sarnat (7) reconocen que existen varios candidatos a ocupar el lugar de la «meta de la empresa» o fin último de la empresa; entre ellos, cita cuatro que se refieren a los beneficios (maximización de beneficios, maximización de ventas, lograr un nivel «satisfactorio» de beneficios, alcanzar una determinada cuota de participación en el mercado) y otros tres que se refieren al riesgo (la supervivencia de la firma, mantener la rotación en la empresa por debajo de cierto nivel y estabilidad en las ganancias). Consideran, a continuación, y sin discusión alguna, que la maximización del valor de mercado de la riqueza de los accionistas es un modo de tener en cuenta tanto los beneficios como el riesgo. Finalmente, algunos autores, como Cooley y Roden (8), consideran que este objetivo sirve a otros objetivos deseables, a los que nos referiremos más adelante.

(1) Brigham, E. F. y L. C. Gaspenski, «Financial Management. Theory and Practice», The Dryden Press, Nueva York 1991, págs. 16-17.

(2) Van, Horne, J. C. y J. M. J. Wachowicz, «Fundamental of Financial Management», 8ª ed., Prentice Hall International, Englewood Cliff, Nueva Jersey, 1992, págs. 3 y 4.

(3) Ross, S. A., et al., «Corporate Finance», Irwin, Chicago, 1996, pág. 15.

(4) Esta afirmación se hace sin más apoyo que una conocida sentencia norteamericana del año 1819.

(5) Brigham, E. F. y L. C. Gaspenski, obra cit., pág. 12.

(6) Weston, J. F. y T. E. Copeland, obra cit., pág. 9.

(7) Levy, H. y M. Sarnat, «Principles of Financial Management», Prentice Hall, Englewood Cliffs, Nueva Jersey, 1988, págs. 4-5.

(8) Cooley, P. L. y P. F. Roden, «Business Financial Management», The Dryden Press, Chicago, 1988.

Las conclusiones de la teoría de la dirección financiera están, pues, limitadas por sus hipótesis de partida, tanto en su concepción del hombre (un individuo con intereses) como en su modelo de empresa (un nexo de contratos), y en el objetivo primordial de la empresa (maximizar la riqueza para el accionista).

En ausencia de otros motivos, no cabe duda de que, *ceteris paribus*, «los individuos siempre prefieren más riqueza a menos» (1), pero hay otros motivos, entre ellos la honradez del sujeto agente. En muchos casos, dicha honradez es relevante incluso para el análisis económico (2). Este hecho es advertido por Jensen y Meckling, introductores de la teoría de la agencia, un influyente modelo que forma parte de la TDF. Estos autores construyen esta teoría suponiendo que tanto el agente (directivo) como el principal (accionistas) se mueven por autointerés, pero reconocen que un comportamiento éticamente correcto, lo que ellos llaman «santidad» (*sainthood*), tendería a incrementar los beneficios y a reducir el tamaño de los costes de agencia (3). En efecto, suponiendo que todos los sujetos se muevan únicamente por autointerés económico, habría que hacer un gran número de contratos y poner los controles necesarios para evitar comportamientos oportunistas, con el consiguiente coste (*coste de agencia*). Ahora bien, teniendo en cuenta que el ser humano es capaz de sacrificar el interés económico cuando resulta inmoral, pensando en términos estrictamente económicos, lo mejor sería favorecer comportamientos éticos para disminuir los costes de agencia tanto como sea posible. Sería deseable, pues, un modelo que incluyera motivaciones éticas en el sujeto decisor y que adoptara una visión más completa del hombre, pero, por el momento, las teorías existentes, como ya se ha indicado, no han encontrado cómo introducir el factor ético.

Por otra parte, es problemático tomar como fin principal de la empresa la maximización de riqueza para los accionistas. Esta cuestión no es financiera, sino filosófica, y los teóricos de las finanzas, como acabamos de señalar, no la demuestran, sino que la toman como una hipótesis de partida. Esta hipótesis, en sentido estricto, es falsa. La riqueza es algo instrumental, y no es posible que algo instrumental sea fin último de una realidad humana como la empresa.

La empresa es parte de la sociedad y, como cualquier otro grupo social, encuentra su legitimidad moral no al maximizar la riqueza de los accionistas, sino contribuyendo al bien común según sus capacidades y actividad específica (4). Ciertamente, los beneficios miden el uso que se ha hecho de los recursos y por ello han de recibir una especial consideración. Mayor consideración aún debería tener el valor de la acción, más que los beneficios actuales, ya que, de alguna manera, refleja el valor de la empresa por las expectativas de beneficio que se esperan en el futuro. Pero el beneficio o el valor de la acción no bastan para dar legitimidad moral a las actividades empresariales.

Los beneficios son necesarios, y proponerse incrementar el valor de la acción es un objetivo aceptable y, muchas veces, completamente necesario, pero ni los beneficios ni el

-
- (1) Copeland, T. y F. Weston, «Financial Theory and Corporate Policy», Addison-Wesley, Nueva York, 1988, pág. 80.
 (2) Kahneman, D., J. L. Knetsch y R. H. Thaler, «Fairness and the Assumptions for Economics», *Journal of Business*, 59, 1986, págs. 285-300.
 (3) Jensen, M. C. y W. H. Meckling, obra cit., pág. 351.
 (4) Este criterio, de raíces aristotélicas, e inspirado de modo más inmediato en las enseñanzas sociales de la Iglesia (por ejemplo, Juan Pablo II, *Centesimus annus*, nº 43), puede verse desarrollado en Melé, D., «Orientaciones éticas para la empresa», en F. Fernández (a cura de), «Estudios sobre la Encíclica *Centesimus annus*», Unión Editorial, Madrid, 1992.

valor de la acción son el fin supremo que legitima a una empresa. Por encima de los beneficios y del aumento de valor está el servicio prestado a las personas a través de la actividad de la empresa.

La empresa ha de estar orientada al bien común (1), lo cual implica, entre otras cosas, dirigir la empresa con una visión integral del hombre, tanto en el trabajo como en el consumo, que lleve al desarrollo humano y no a la alienación (2). Es el bien común lo que justifica la actividad de la empresa –en la que las finanzas son una parte fundamental. Los beneficios y el aumento de la riqueza de los accionistas son una condición necesaria, pero no suficiente para que una empresa sea moralmente legítima. La supremacía del bien de las personas sobre los beneficios es manifiesta en las siguientes palabras de la encíclica *Centesimus annus*:

«La Iglesia reconoce la justa función de los beneficios como índice de la buena marcha de la empresa. Cuando una empresa da beneficios, significa que los factores productivos han sido utilizados adecuadamente y que las correspondientes necesidades humanas han sido satisfechas debidamente. Sin embargo, los beneficios no son el único índice de las condiciones de la empresa. Es posible que los balances económicos sean correctos y que, al mismo tiempo, los hombres, que constituyen el patrimonio más valioso de la empresa, sean humillados y ofendidos en su dignidad» (3).

De un modo aún más explícito, añade: «La finalidad de la empresa no es simplemente la producción de beneficios, sino más bien la existencia misma de la empresa como *comunidad de hombres* que, de diversas maneras, buscan la satisfacción de sus necesidades fundamentales y constituyen un grupo particular al servicio de la sociedad entera» (4).

No es, pues, correcto, afirmar que el fin principal de la empresa sea maximizar la riqueza para los accionistas. Sin embargo, es necesario no precipitarse en descalificar completamente la TDF simplemente porque tome este objetivo como fin último de la empresa. Si no me equivoco, los autores de finanzas, al tomar el citado objetivo último de la empresa, no pretenden dar una conclusión filosófica y, menos aún, teológica, sino establecer una hipótesis de trabajo para desarrollar su teoría. A este propósito, es interesante señalar que algunos autores toman esta hipótesis acudiendo a fines superiores incluidos en ella.

Cooley y Roden (5) consideran que «maximizar el precio de la acción, o el valor de mercado de la inversión de los propietarios, es un valioso objetivo del cual dependen otros que se suponen deseables. Señalan hasta cinco objetivos dependientes de querer maximizar el precio de la acción: 1) lograr que los clientes queden satisfechos con los productos y servicios de la empresa. Si los clientes quedan satisfechos se incrementarán las ventas y los beneficios y, consiguientemente, aumentará del precio de la acción; 2) pagar un salario justo por un trabajo bien realizado. Si no se paga bien, difícilmente se trabajará bien, y se podrán perder clientes y, en definitiva, bajará el valor de la empresa; 3) maximizar el valor de la acción motiva a los directivos a crear nuevos productos, los cuales no sólo incrementan las ventas y los beneficios, sino que crean nuevos trabajos y aumentan el nivel de vida; 4) junto

(1) Juan Pablo II, *Centesimus annus*, n° 43

(2) Melé, D., obra cit.; cf. *Centesimus annus*, n°s 41 y 36.

(3) Juan Pablo II, *Centesimus annus*, n° 35.

(4) *Ibidem*.

(5) Cooley, P. L. y P. F. Roden, obra cit., pág. 14.

con la satisfacción de clientes y empleados, los directivos también han de buscar modos nuevos y eficientes de elaborar los productos de la empresa: bajos costes de producción conducen a altos precios de las acciones, y 5) la empresa tiene responsabilidades que cumplir: debe considerar las necesidades y preocupaciones de la sociedad en la que opera. Si falla al considerar temas como el control de la contaminación y las normas de salud, puede conducir a un precio de la acción inferior al máximo. Aunque estos autores no llegan a la justificación de la actividad de la empresa por su servicio al bien común, sin embargo distinguen entre el fin de maximizar el valor del accionista, que sería una referencia teórica, de objetivos superiores que dependen de maximizar el valor de la acción.

De modo parecido argumentan Brigham y Gaspenski (1), quienes se fijan en la relación entre la maximización del precio de la acción y el bienestar social. Lo hacen citando varios de los argumentos anteriores. Concretamente, señalan tres puntos de correspondencia. La maximización del precio de la acción requiere: 1) operaciones eficientes, que produzcan bienes con la deseada calidad y cantidad, al más bajo coste; 2) desarrollar productos deseados o necesitados, de manera que se generen nuevos productos, nuevas tecnologías y nuevos puestos de trabajo, y 3) un servicio eficiente y cortés, almacenes de mercancías adecuados, establecimientos bien localizados (todos estos motivos son necesarios para vender, y vender es necesario para obtener beneficios).

Todos estos argumentos, en la medida en que sean ciertos, prueban que una actuación acorde con el bien común, a largo plazo, contribuirá también a generar un mayor valor de la acción. Esto mismo es constatado en la *Centesimus annus*, donde puede leerse: «Los beneficios son un elemento regulador de la vida de la empresa, pero no el único; junto con ellos hay que considerar *otros factores humanos y morales* que, a largo plazo, son por lo menos igualmente esenciales para la vida de la empresa» (2).

Sin embargo, considerar que la orientación a maximizar la riqueza del accionista incluya ciertos factores humanos y morales, no significa que dicha orientación sea suficiente. Los argumentos citados en la enumeración de Cooley y Roden no siempre son válidos, especialmente el punto 5). Sólo aquellas responsabilidades que sean percibidas por los inversores como aumento del futuro valor de la empresa harán aumentar la cotización de la acción (3). Más aún, como señala Poitras, «si la maximización de la riqueza del accionista es el objetivo primario de la empresa, parece que habrá pocos incentivos para la dirección en perseguir un conjunto de objetivos generales de responsabilidad social, excepto cuando estos objetivos coincidan con el logro de la maximización de la riqueza del accionista» (4). Por otra parte, no todo lo que contribuye a lograr una mayor riqueza para el accionista a largo plazo está incluido en la anterior enumeración.

Los indudables deberes fiduciarios de la gerencia de la empresa hacia la propiedad tampoco justifican que la empresa tenga que dirigirse exclusivamente con vistas a maximizar el valor de la propiedad. La propiedad tiene una función social, y los deberes de los directivos hacia la propiedad no tienen carácter absoluto, ya que la primera lealtad de cualquier persona es con el bien moral: No se puede actuar injustamente alegando que se debe lealtad a unos determinados intereses. El gerente es un profesional que ha de ser leal a todos sus compromisos explícitos e implícitos: con los accionistas, pero también con sus trabajadores,

(1) Brigham, E. F. y L. C. Gaspenski, obra cit.

(2) Juan Pablo II, *Centesimus annus*, n° 35.

(3) Véase la bibliografía citada por Poitras, G., «Shareholder Wealth Maximization, Business Ethics and Social Responsibility», *Journal of Business Ethics*, 13, 1994, págs. 125-134.

(4) *Ibidem*, pág. 131.

con los proveedores de materias primas y prestamistas, clientes, y con la sociedad en la que vive y en la que se desarrolla la empresa que dirige. Como persona, tiene además diversas obligaciones morales de justicia y solidaridad que no siempre coinciden con los intereses económicos de la propiedad.

Por lo demás, la práctica de la dirección de empresas pone de manifiesto que no siempre se busca maximizar una variable concreta, al tiempo que se distingue entre maximizar a corto y a largo plazo. La hipótesis de que los directivos actúan para maximizar la riqueza de los accionistas no explica el porqué un 80% de las compañías listadas en la bolsa de Nueva York pagan dividendos regulares ni la volatilidad del precio de las acciones (1). Etzioni (2) no duda en afirmar que no es cierto que los agentes económicos sean en realidad maximizadores de riqueza. Para Etzioni, los deberes morales tienen un importante papel para determinar el comportamiento dentro y fuera de la empresa.

La teoría de la dirección financiera en la toma de decisiones

La DTF tiene, pues, notables limitaciones, tanto empíricas (lo que se hace) como normativas (lo que se debería hacer). Por ello se requiere, como mínimo, cautela al emplearla. Tomar decisiones aplicando únicamente la TDF puede llevar a resoluciones incorrectas.

Profundizando un poco más, podrían señalarse dos conceptos muy cuestionables, heredados de la modernidad, que subyacen en la TDF: 1) pensar que al tratarse de actividades humanas de tipo económico, su único objetivo es económico, y 2) limitar la ética a un conjunto de normas restringidas al objetivo económico. De este modo, el objetivo de la empresa se supone estrictamente económico (maximizar la riqueza de los accionistas), mientras que la ética queda relegada a limitaciones a este objetivo (cumplir contratos y leyes o aceptar ciertas responsabilidades sociales). Por el contrario, en la doctrina social de la Iglesia, las exigencias éticas son inherentes a cualquier actividad humana –lógicamente, también las económicas–, y estas exigencias se presentan como bienes humanos. Esto, ciertamente, conlleva algunas restricciones, pero sobre todo invierte la relación medios-fines. El objetivo de las finanzas es, en último término, el bien humano, aunque de modo inmediato se dirija a objetivos económicos, que son medios para el bien humano. En este sentido, es cuestionable que el objetivo principal de la empresa sea el interés económico de quienes aportan el capital. Un justo retorno por las inversiones de capital es una exigencia, pero no el fin último de la empresa. El fin último de la empresa, según la *Centesimus annus*, nº 35, es el mantenimiento de la comunidad empresarial en la medida en que sirva eficientemente a la sociedad.

Para intentar superar esta situación, Dobson (3) ha propuesto utilizar el concepto de «utilidad interna» en economía financiera, en lugar de la «maximización de riqueza» o de la «maximización de expectativa de utilidad de la riqueza» (4). La «utilidad interna» deriva de los «bienes internos» inherentes a la acción y que conducen a la excelencia humana. Sin

(1) Dobson, J., «Reconciling Financial Economics and Business Ethics», *Business & Professional Ethics Journal*, 10, 1991, pág. 38.

(2) Etzioni, A., «The Moral Dimension», The Free Press, Nueva York, 1988.

(3) Dobson, J., obra cit., págs. 23-42.

(4) Leland, H. E. y D. H. Pyle, «Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation», *Journal of Finance*, 32, 1977, págs. 371-387.

embargo, hoy por hoy, las únicas teorías financieras desarrolladas consideran el modelo de hombre limitado a un conjunto de intereses y preferencias, y suponen que el fin principal de la empresa es la maximización de la riqueza de los accionistas. Las conclusiones obtenidas en la TDF han de ser, pues, tomadas con cautela.

Maximizar la riqueza de los accionistas puede ser correcto en algunos casos, pero en otros puede tratarse de una decisión que sólo busca el beneficio de los accionistas y de los altos directivos, cuya remuneración está asociada a los beneficios, a costa de otros partícipes de la empresa (bajos salarios, contaminación, etc.). Proporcionar un retorno justo del capital invertido es una exigencia ética muy distinta del criterio de maximizar la riqueza de los accionistas. En realidad, este último criterio es ideológico más que ético, aun concediendo que dicha maximización incluye como restricciones unos mínimos éticos y legales.

La TDF tiene su reflejo en las decisiones sobre las inversiones de capital y en la financiación. De ello nos ocuparemos a continuación.

Inversiones de capital

Las inversiones de capital son necesarias para el funcionamiento de la empresa y para mantenerla en condiciones competitivas. Sin una adecuada inversión no es posible crear o ampliar una empresa viable. Con la inversión se crean puestos de trabajo, se producen y distribuyen productos o servicios útiles para la vida y el desarrollo humano.

La doctrina social de la Iglesia ha remarcado la importancia de invertir adecuadamente el capital disponible. Pueden aducirse importantes textos pontificios a este respecto. Pío XI, siguiendo a Santo Tomás de Aquino (1), afirmaba que «el empleo de grandes capitales para dar más amplias facilidades al trabajo asalariado, siempre que este trabajo se destine a la producción de bienes verdaderamente útiles, debe considerarse como la obra más digna de la virtud de la liberalidad y sumamente apropiada a las necesidades de los tiempos» (2).

Pío XII advertía de la responsabilidad en la que incurren quienes dejan voluntariamente improductivo el capital que poseen: «Quienes pueden invertir capital –afirmaba en uno de sus radiomensajes– consideren, en vista del bien común, si pueden conciliar con su conciencia el no hacer, en los límites de sus posibilidades económicas, en las proporciones y en el momento oportuno, tales inversiones y echarse a un lado con vana cautela» (3).

El Concilio Vaticano II remarca que «las inversiones deben orientarse a asegurar posibilidades de trabajo y beneficios suficientes a la población presente y futura» (4), y Juan Pablo II añade que los recursos del capital «no pueden ser siquiera *poseídos para poseer*, porque el único título legítimo para su posesión (...) *es que sirvan al trabajo*» (5).

(1) Santo Tomás de Aquino, «Summa Teologica», 2-2, q. 134.

(2) Cf. Pío XI, *Quadragesimo anno*, n° 68 («El mensaje social de la Iglesia», 3ª ed., Palabra, Madrid, 1991).

(3) Pío XII, *Radiomensaje*, 24 de diciembre de 1952.

(4) Conc. Vaticano II, *Gaudium et Spes*, n° 70.

(5) Juan Pablo II, *Laborem exercens*, n° 14.

En los manuales de finanzas empresariales pueden encontrarse técnicas financieras bien desarrolladas para evaluar la rentabilidad económica de las inversiones empresariales y de proyectos particulares de inversión (básicamente se analizan los flujos de fondos previstos y una «tasa» que de forma genérica tiene que ver con el coste de los recursos). Sin embargo, de acuerdo con lo señalado, la inversión de capital no sólo es un acto económico con vistas a obtener un rendimiento del capital, sino una acción humana con implicaciones éticas, ya que facilita el trabajo y la producción económica de bienes y servicios. Con una adecuada inversión, la propiedad cumple su función social (1), y quien la realiza, en la medida en que es consciente de que contribuye al bien común, no sólo ejercita la virtud de la liberalidad, sino que se hace solidario, ya que la solidaridad es «*determinación firme y perseverante de empeñarse a favor del bien común*» (2).

El problema típico de la inversión es determinar cuál es la mejor inversión entre varios proyectos de inversión. En las empresas de negocios, previamente se descartan los proyectos no rentables o de retorno negativo (3). Entre estas alternativas, no siempre se elige la que produce la máxima rentabilidad. Con frecuencia se toman en consideración otros criterios económicos, como el riesgo, las posibilidades de liquidez o las ventajas fiscales. Y también otros criterios de carácter estratégico (4).

Pero además, y sobre todo, la decisión de invertir en uno u otro proyecto, en un determinado lugar y situación, es una *opción moral y cultural* (5). La teoría financiera determina qué inversiones son las más rentables y cuáles hay que descartar por tener un retorno negativo, pero la decisión no está determinada por la teoría financiera, sino por la voluntad del decisor, que ha de considerar también otros criterios estratégicos, incluyendo el entorno cultural, y los criterios morales.

Hay inversiones rentables, pero inmorales, que deben rechazarse. Tal es el caso de empresas dedicadas exclusiva o principalmente a la *fabricación o comercialización de productos inmorales* (tráfico indiscriminado de armas, pornografía, locales indecentes, etc.); empresas en las que sistemáticamente *no se respeta la dignidad de los trabajadores* y sus derechos fundamentales (condiciones de trabajo deficientes para la salud física o moral de los trabajadores, organización de la producción y de las relaciones humanas vejatoria para las personas, remuneración claramente injusta, etc.); empresas que, pudiendo evitarlo, perjudican gravemente el *medio ambiente* (contaminación), ofrecen alto riesgo de accidente o provocan otras injusticias en su entorno, o las empresas que utilizan *medios gravemente ilícitos en la comercialización* de sus productos (precios abusivos derivados de prácticas monopolistas, fraudes o estafas, publicidad inmoral, etc.).

No siempre el pequeño inversor está en condiciones de conocer las condiciones morales de la empresa que utiliza su inversión. Pueden darse situaciones de ignorancia invencible, pero no por ello su inversión deja de ser moralmente neutra. Para hacer frente a

(1) La propiedad tiene «como cualidad intrínseca una función social, fundada y justificada precisamente en el principio del destino universal de los bienes» (Juan Pablo II, *Sollicitudo rei socialis*, n° 38).

(2) Juan Pablo II, *Sollicitudo rei socialis*, n° 38.

(3) En empresas sin afán de lucro pueden considerarse también estas inversiones cuando el objetivo que persiguen se estima suficientemente valioso, siempre que el inversor esté dispuesto a perder parte de su capital o alguien subvencione el déficit. Pero en este caso estaríamos más en una situación de donativo que en una inversión de capital.

(4) Canals, J., «La evaluación de las decisiones empresariales: ¿Por qué los criterios financieros resultan insuficientes?», en Melé, D. (a cura de), «Ética en la actividad financiera», Eunsa, Pamplona, 1998.

(5) Juan Pablo II, *Centesimus annus*, n° 36.

esta situación, en algunos países como Estados Unidos y el Reino Unido se han desarrollado con éxito fondos de inversión que garantizan inversiones «éticas», descartando de sus objetivos inversores determinado tipo de actividades (1).

La inversión de capital como opción moral no se refiere sólo a evitar inversiones inmorales, sino a elegir la mejor alternativa. En ocasiones, este problema es sumamente complejo y su resolución es prudencial. Es necesario tener en cuenta al mismo tiempo criterios económicos –considerando el corto plazo y el largo plazo–, criterios políticos y criterios morales.

En los últimos años, los criterios morales en la inversión han merecido la atención de los medios de comunicación, con críticas a las empresas que invertían en países donde no se respetan los derechos humanos, y tampoco faltan algunos datos que ponen de manifiesto que algunos accionistas tienen motivación ética (2). No obstante, no parece que la sensibilidad por la dimensión moral de las inversiones sea algo común, ni mucho menos, en nuestra sociedad.

Financiación y endeudamiento

La financiación de la empresa se relaciona con la estructura de capital. Se trata de determinar cuál es la proporción más adecuada entre recursos propios y ajenos, a la vista del coste de estos recursos y la rentabilidad de la inversión en la que se utilizarán. La financiación está, pues, estrechamente relacionada con el endeudamiento necesario y con la proporción de beneficios generados que no se distribuyen.

Existen metodologías para determinar la proporción óptima en la relación entre recursos propios y ajenos para maximizar el valor de la acción. Sin embargo, la decisión no siempre surge de los cálculos. Endeudarse para financiar una inversión innecesaria o muy arriesgada, o buscar recursos ajenos hipotecando en demasía el futuro de la empresa, son decisiones que exigen la virtud de la prudencia. La prudencia, que «es virtud que dispone la razón práctica a discernir en toda circunstancia nuestro verdadero bien y a elegir los medios rectos para realizarlo» (3), ayuda a tomar decisiones correctas pensando no tanto en los intereses particulares como en el bien de la empresa y en su contribución al bien común de la sociedad.

También exige prudencia la determinación de la correcta proporción entre dividendos y reservas, en el reparto de beneficios (más retención, más fondos propios). Elegir bien esta proporción requiere considerar muchas circunstancias relevantes. En algunas ocasiones, incluye también compromisos adquiridos y otras obligaciones de justicia exigibles en el reparto de una cantidad mínima de dividendos.

Una de las cuestiones más polémicas, surgida en Estados Unidos durante los años ochenta, fue la financiación para fusiones y adquisiciones de empresas realizadas con financiaciones muchas veces excesivamente arriesgadas. Un modo usual de «comprar» una

(1) Véase, por ejemplo, Cowton, C. J., «The development of Ethical Investment Products», en Prindl, A. R. y B. Prodhon (a cura de), «The Act Guide of Ethical Conflicts in Finance», Blackwell, Oxford, 1994, y Sparkes, R., «The Ethical Investor», Harper Collins, Londres, 1995.

(2) Rivoli, P., «Ethical aspects of Investor Behavior», *Journal of Business Ethics*, 14, 1995, págs. 265-277.

(3) Catecismo de la Iglesia Católica, n° 1806.

empresa era utilizando la técnica de *Leverage Buy Out* (LBO), en las que un tercero, generalmente con el apoyo de una entidad financiera (*investment bank*), compra las acciones de una compañía o grupo de compañías. Para ello, la entidad emite bonos de alto riesgo y rentabilidad elevada. Son los llamados «bonos basura» (*junk bonds*), por el riesgo que entrañan. A veces, esta compra de las acciones la realizan los directivos, recomprando las acciones con financiación apalancada (*Management Buy Out*, MBO).

Con estas operaciones, en teoría, se trata de dejar actuar las fuerzas del mercado para lograr un mayor valor de la empresa. Quien adquiere la empresa compra acciones a un valor superior al actual, ya que las considera infravaloradas, por motivos diversos: dirección poco eficaz o consejo de administración incompetente; necesidad de reestructuración; mala utilización de los recursos, condiciones de mercado cambiantes... Son razones convincentes a favor de una mayor eficiencia. Para lograrla, sin embargo, con frecuencia se prescinde de un buen número de empleados y directivos, o se fracciona la compañía dejando las partes menos rentables a su suerte. Es ocasiones se mejora la gestión, pero no siempre. De hecho, bastantes fusiones y adquisiciones han fracasado. Generalmente esto ha ocurrido cuando se ha buscado maximizar el valor de la acción a corto plazo o cuando se ha enfocado la adquisición con criterios estrictamente financieros, sin considerar que adquirir empresas no es como comprar «cosas». La empresa es una realidad humana, y su «compra» tiene implicaciones éticas, humanas, culturales y estratégicas, además de los posibles conflictos entre los directivos y la propiedad.

Cuando hay adquisiciones hostiles, además, se producen reacciones que pueden llevar a buscar formas de financiación y endeudamiento contrarias al bien de la empresa. Un caso especialmente notorio es el que ocurrió con Philips Petroleum. En 1985 era una compañía financieramente saneada, con un valor de 16.000 millones de dólares. Dos conocidos especuladores hicieron una oferta de adquisición hostil y, para evitarla, los directivos de Philips hicieron una contraoferta con un precio por acción aún mayor. Esto exigió a Philips pedir prestados 35.000 millones de dólares. Como consecuencia de esta maniobra, en menos de un año las deudas de Philips pasaron de 2.800 a 8.600 millones de dólares, 10.000 empleados perdieron su empleo y muchos de los activos tuvieron que venderse para pagar la deuda. La ciudad de Bartlesville, donde la empresa tenía su central, no volvió a ser la misma. A la vista de éste y otros casos similares, muchos estados de Estados Unidos aprobaron leyes regulando las adquisiciones.

A modo de conclusión

Las finanzas empresariales son una parte fundamental de la vida de la empresa. Sin una adecuada financiación de las inversiones, no sería posible la actividad empresarial. Sin embargo, las finanzas tienen siempre un carácter instrumental al servicio de fines superiores. Sirven para que la empresa contribuya al bien común de acuerdo con sus capacidades específicas.

Una buena dirección financiera de la empresa exige competencia en el conocimiento y uso de teorías y técnicas financieras, pero no basta. Requiere, además y sobre todo, prudencia, justicia, solidaridad y otras virtudes. Las enseñanzas sociales de la Iglesia no son demasiado explícitas con respecto a las finanzas, pero contienen importantes principios y criterios, cuya relación con las finanzas empresariales hemos tratado de presentar. □