

La teoría financiera contemporánea: sus aciertos, retos y necesidad para Cuba

Contemporary Financial Theory: Its Successes, Challenges and Needs for Cuba

Fidel de la Oliva de Con

Facultad de Contabilidad
y Finanzas, Universidad
de La Habana, Cuba.
fdelaoliva@fcf.uh.cu

RESUMEN

En el marco de las transformaciones del sistema económico-financiero cubano –actualmente en curso–, es importante tener clara la necesidad de que los profesionales de las ciencias económicas, en general, y de la contabilidad y las finanzas, en particular, dominen las técnicas de administración financiera que contribuyen a la eficiencia del sistema empresarial. Estas se derivan de la teoría financiera contemporánea. En este contexto resulta útil examinar su contenido y los aspectos que tienen por resolver, incluso en el medio donde ha sido creada. Con estas dos finalidades ha sido redactado el presente artículo. En correspondencia, se exponen los aspectos logrados y las insuficiencias de esta doctrina, de lo esencial a lo concreto, y se le dedican las últimas páginas a una breve reflexión sobre su utilidad en el entorno nacional.

PALABRAS CLAVE: administración financiera, eficiencia, modelos, valor.

ABSTRACT

Within the context of the present Cuban economic-financial transformations, it is important to keep in mind the need the Economic Sciences' professionals, in general, and those of the Accountability and Finance, in particular, master the financial management techniques which contribute to the entrepreneurial system efficiency. Such techniques derive themselves of the contemporary financial theory. Within this context, it is useful to examine its content, with its successes and those aspects that, even in the context in which they have been created, have to be solved. Such has been the aim of the present article. This doctrine's achieved aspects and deficiencies are correspondingly exposed, and in the last pages, there appears a brief consideration upon their usefulness in the national context.

KEYWORDS: financial management, efficiency, models, value.

RECIBIDO: 10/4/2015
ACEPTADO: 20/10/2015
CLASIFICACIÓN JEL: G0

Introducción

Antes de 1990, en Cuba apenas se utilizaba lo que hoy se conoce en la literatura como teoría financiera contemporánea. Hasta ese momento, por razones hartamente comentadas, las finanzas que se enseñaban en las aulas universitarias y que se aplicaban en la dirección de sus organizaciones, provenían del modelo económico-financiero soviético, basado en la creación de fondos administrados de manera centralizada a partir de la creación de riqueza por parte de las organizaciones que la generaran. Con el comienzo de esa década, que trajo consigo un cambio radical gradual en las relaciones de la Isla con el mundo exterior, comenzaron a estudiarse y a emplearse las técnicas emanadas de la teoría financiera, en función de lo que la propia doctrina define como objetivo fundamental de las organizaciones productivas: maximizar la creación de valor.

Pese a que su uso ha ido consolidándose, debido a la realidad y perspectiva actual en que se desenvuelve el país, con él se vinculan dos cuestiones que subyacen en las mentes de no pocos directivos y especialistas, y que, por consiguiente, deben ser abordadas con seriedad: la primera se relaciona con el contenido intrínseco de esta teoría, qué explica y cuáles son los aspectos que no ha logrado desentrañar, aun en el medio en que ha sido concebida; la segunda aborda por qué es necesaria en un entorno que todavía hoy parece reñido con sus preceptos fundamentales. Estos elementos fundamentan los objetivos del presente trabajo, que se definen de la manera siguiente:

- Proveer las bases que permitan definir, sobre fundamentos científicos, los principales aciertos y retos de la teoría contemporánea de las finanzas.
- Reflexionar sobre la necesidad de utilizar las herramientas basadas en esta doctrina, en el entorno económico-financiero nacional.

El carácter científico que se subraya en el primer objetivo está dado por el hecho de que la definición de los logros y desafíos de la teoría financiera está basada en una amplia revisión bibliográfica de sus preceptos. Esta fue realizada por el autor, a lo largo de más de veinte años de su enseñanza en las aulas universitarias cubanas, y dicho resultado se pretende sintetizar en el espacio reducido de estas páginas.

Estas ideas se exponen en el artículo de la forma siguiente: en la primera sección, titulada «Logros y desafíos de la teoría financiera», se expone el análisis de estos aspectos a través de lo que el autor considera son sus tres aristas fundamentales: en lo esencial, en lo referente a las técnicas financieras, y en lo referente a la aplicación de técnicas cuantitativas. La segunda sección, «Necesidad de la teoría financiera en Cuba», abordan los elementos que, a criterio del autor, explican sus beneficios en el entorno actual y prospectivo del país. Finalmente, se exponen las conclusiones del trabajo.

Logros y desafíos de la teoría financiera

Quizás la definición más simple y concreta que aporta el autor sobre qué es la teoría financiera, la provean Thomas Copeland y John F. Weston. Estos la asocian con la teoría de la toma de decisiones financieras y, acerca de su contenido, añaden:

La teoría que explica cómo y por qué se toman estas decisiones tiene muchas aplicaciones en las diferentes áreas temáticas que tradicionalmente conforman el estudio de las finanzas. Estas áreas incluyen el análisis de valores, la gestión de carteras, la contabilidad financiera, la política financiera corporativa, las finanzas públicas, la banca comercial y las finanzas internacionales. (1992, p. 1)¹

En su esencia, la teoría financiera contemporánea es una aplicación de la microeconomía, surgida como parte de la tendencia neoclásica de la economía política entre los años 70 y 90 del siglo XIX. Se caracteriza por adoptar métodos de otras ciencias y aplicarlos al análisis económico. Así, se dotaba a la intuición, que hasta entonces regía en este análisis, de la lógica matemática, sobre todo a partir del cálculo diferencial e integral que alcanzó un gran desarrollo por esa época.

Su punto de demarcación se ubica en los trabajos de Harry Markowitz (1952, 1959), que dan inicio a la teoría de carteras, que a su vez se basa en la teoría de la utilidad marginal, desarrollada a partir de los conocidos axiomas de la utilidad cardinal de Von Neumann y Morgenstern (1947): comparabilidad, transitividad, fuerte dependencia, mensurabilidad y ordenamiento.

¿Cuáles son los conceptos teóricos centrales de esta teoría? ¿qué ha logrado explicar y cuáles son los aspectos que tiene pendientes por resolver? Las respuestas a estas interrogantes deben emerger del análisis que se propone a continuación.

En lo esencial

La teoría financiera contemporánea es un producto de la economía de mercado. En consecuencia, el mercado representa el eje central de sus interrelaciones. Este se basa en la utilidad² del tramo incremental (marginal) y, tal como corresponde a los modelos estadísticos y econométricos que formalizan gran parte de sus conclusiones y herramientas, se erige a partir de supuestos, tales como el principio de «no saciedad», que supone que se prefiere siempre más a menos riqueza; la homogeneidad de las expectativas de los agentes económicos, derivada del carácter público y su accesibilidad irrestricta de la información; la no existencia de fricciones tales, como impuestos o costos de transacción; la eficiencia de los mercados, entre otros.

¹ Traducido del inglés por el autor.

² Aquí, como en el resto del texto, el término utilidad se usa como medida de bienestar, no con la acepción contable de diferencia entre ingresos y gastos.

Una vez que se han dejado claros los fundamentos, lo más interesante en esta teoría son las técnicas que provee a nivel concreto, llamadas a contribuir al logro del objetivo central de maximizar la utilidad esperada de la riqueza de los dueños, que equivale a maximizar el nuevo valor creado. Este objetivo, que es común a todas las organizaciones económicas, explica en su esencia la conveniencia de su utilización en la empresa estatal socialista cubana. Sobre este aspecto se abundará más adelante.

Sin embargo existen tres factores esenciales que deben considerarse como aspectos pendientes para esta doctrina. En primer lugar, la teoría financiera contemporánea se erige sobre la base de los problemas característicos del mundo industrializado y de sistemas financieros altamente desarrollados. Así, se refiere casi de manera absoluta a un solo tipo de organización empresarial: las corporaciones. Este sistema, si bien es el más difundido en ese mundo y puede ser el más eficiente en determinados sectores de la economía, no es el único, e ignora los problemas de gran parte de los países que conforman, en su conjunto, la mayoría de la economía mundial, que interactúa con aquella y, hasta cierto punto, la sostiene.

Se conoce que, en buena parte de las economías del sur del planeta, las medianas y pequeñas empresas –incluyendo los negocios familiares– representan una forma de organización empresarial ampliamente difundida y cuyas características difieren de las grandes corporaciones, entre otras razones, por las limitaciones naturales que tiene para ellas el uso de las técnicas de la administración financiera tradicional.³

En este sentido, surgen además un conjunto de interrogantes estrechamente interrelacionadas y que, a menudo, tienen que sortear académicos e investigadores en un medio como el cubano:

- ¿Cómo adaptar esta teoría a las empresas sin estructura accionaria y, en particular, a la empresa estatal?
- ¿Cómo determinar la estructura financiera necesaria, considerando la existencia de impuestos, en empresas donde el Estado actúa como fisco y como dueño?
- ¿Cómo determinar la distribución de las utilidades?
- ¿Cuánto debe retener la empresa para garantizar la reproducción ampliada y cuánto debe cobrar en forma de remuneración por la inversión realizada?
- ¿Cómo determinar el costo de capital a través de la relación rendimiento-riesgo, axioma central de esta teoría, emanada del Modelo de Evaluación de Activos Financieros (MEDAF)?⁴

³ Se atribuye aquí el adjetivo de «tradicional» a la administración financiera basada en la teoría financiera contemporánea, por considerar el hecho de que provee las técnicas universalmente reconocidas para la gestión de los recursos financieros en las organizaciones económicas.

⁴ Esta es una de las traducciones posibles a la denominación original del modelo en idioma inglés: Capital Asset Pricing Model (CAPM).

- ¿Cómo sistematizar las relaciones que permiten planear la utilización óptima del capital de trabajo en condiciones de una economía centralizada?

Varios investigadores cubanos, en sus tesis doctorales y otros trabajos, han tratado de encontrar soluciones válidas a estas interrogantes en su adaptación al entorno nacional. Entre ellos pueden mencionarse los trabajos de Reyes (2001), De la Oliva (2001, 2005), Alarcón (2008), Rodríguez (2008) y Espinosa (2013).

En segundo lugar, la teoría financiera contemporánea provee regularidades y técnicas basadas en la aplicación de modelos estadístico-matemáticos y econométricos, que pretenden refrendar relaciones sociales en las que los resortes psicológicos resultan medulares. De hecho los axiomas de Von Neumann y Morgernstern sirven de base a la teoría de la utilidad marginal y, por su intermedio, a la teoría financiera; y a su vez resaltan un elemento tan subjetivo como las preferencias individuales, que se llevan a expresiones matemáticas donde afloran la contradicción entre la lógica de esa ciencia exacta y las dificultades para encuadrar a los seres humanos en esa lógica. Esta controversia entre el componente psicológico y la formalización matemática constituye, a criterio de este autor, la deuda fundamental de la teoría financiera en relación con la explicación de una serie de fenómenos, tales como la estructura financiera, la política de dividendos, la teoría de agencia, la eficiencia del mercado. En particular, refleja la insuficiente capacidad para medir el riesgo, entendido como la variabilidad en el comportamiento de las variables económicas y financieras, en detrimento de otros factores de índole sicosocial que intervienen en su surgimiento e influyen sobre su magnitud.

En la actualidad viene desarrollándose una rama interdisciplinaria que se ha dado en llamar Finanzas del comportamiento (*Behavioral Finance*). Esta rama, cuya finalidad es «el estudio de cómo los fenómenos psicológicos impactan el comportamiento financiero» (Shefrin, 2005, p. 1), replantea los fundamentos de la teoría financiera a partir de esa arista clave para la toma de decisiones: los resortes psicológicos que influyen sobre la actuación de los agentes económicos. En Cuba no se tiene información de que existan estudios de esta índole.

En tercer lugar, si bien parece lógica la necesidad de mercados financieros en los que se comercien los títulos valores, la teoría no explica con suficiente exactitud cuál es la relación adecuada entre la economía real, responsable de la creación de bienes y servicios, y la economía virtual que se genera a partir de las transacciones de volumen hipertrofiado en esos mercados. ¿Cómo explicar esos volúmenes que se concentran en algunos puntos de la geografía mundial y exceden por mucho el de la producción generada en la mayoría del resto? El día que se resuelva este problema, podrán preverse con mayor exactitud y evitarse las crisis financieras que tanto afectan a ese propio mundo industrializado.

En el plano teórico

Una mirada al interior de la teoría financiera permite constatar cómo el esfuerzo conjunto de muchos académicos e investigadores en todo el mundo

ha proporcionado un sistema de postulados teóricos y de técnicas concretas que, en su conjunto, contribuyen a explicar los fenómenos financieros influyentes en las organizaciones y, además, a que estas alcancen niveles superiores de eficiencia. Sin embargo, existen también interrogantes medulares no resueltos.

Para esta sección se toman como referencia las reflexiones de Richard A. Brealey y Stewart C. Myers en su obra *Fundamentos de financiación empresarial* (1993) y junto a la de Alan J. Marcus en la obra *Fundamentos de finanzas corporativas* (*Fundamentals of Corporate Finance*, 2009). El último capítulo de ambos libros se titula «Lo que sabemos y lo que no sabemos sobre finanzas», y la exposición se divide en dos partes. En la primera muestran lo que ellos consideran las seis ideas más importantes de esta rama del saber, y, en la segunda, abordan los aspectos que no han sido resueltos. Llama la atención la salida de tres de estos últimos aspectos de la lista contenida en 1993, para la edición correspondiente a 2009. Son estos, los siguientes:

- ¿Cómo se adoptan las principales decisiones financieras? Esta interrogante se resume cuando los autores afirman: «Sabemos bastante sobre el valor de los activos, pero no sabemos mucho sobre las decisiones que hacen aumentar el valor».
- ¿Es la dirección un pasivo fuera de balance? Contiene una interesante reflexión en cuanto a la relación entre el valor añadido de la dirección y los costos de esta.
- ¿Cómo se pueden explicar las oleadas de fusiones? Plantea la incógnita sobre las causas de que algunas innovaciones financieras tengan éxito y otras no (Brealey y Myers, 1993, pp. 1115-1121).

Entonces toca preguntarse: ¿acaso se han resuelto estas cuestiones en el lapsus de dieciséis años que media entre las dos ediciones? Aunque en las obras citadas no aparece la respuesta, quizás esta se encuentra en el hecho de que se trata de aspectos que han pasado a ser parte del objeto de estudio de las referidas finanzas del comportamiento, por lo que se omiten aquí por consideraciones de índole ética.

Seguidamente se recorren los seis conceptos medulares, exponiendo de manera sucinta su esencia y enfatizando sobre lo que queda pendiente por resolver, de acuerdo con los propios Brealey, Myers y Marcus y con los criterios de este autor.

1. Valor actual neto

Una buena parte de la teoría y práctica de las decisiones financieras gira en torno al valor actual. Al añadir el término «neto», los autores mencionados lo circunscriben a la evaluación financiera de proyectos de inversión, que requiere considerar la adición aritmética de los flujos de caja generados por ella, debidamente actualizados, y el monto de la inversión propiamente dicha. Sin embargo, aspectos tan

importantes como la valoración de acciones y bonos o la valoración de empresas, se basan esencialmente en el descuento de los flujos de caja generados por los activos en cada caso, es decir, en el cálculo del valor actual.

La superioridad de esta técnica, a todas luces sencilla cuando se comprende bien, estriba en tres razones fundamentales:

- Es la manera de armonizar, en términos de valor temporal, los flujos de caja. El costo de oportunidad que subyace en la propia decisión de inversión implica que forzosamente los flujos tengan que expresarse de acuerdo con su equivalencia en un mismo momento, considerando la posibilidad de su mejor inversión alternativa en ese momento.
- Su carácter aditivo torna incuestionable la decisión a partir de sus resultados como criterio de evaluación y evita los inconvenientes de su principal contrincante en términos de precisión teórica: la tasa interna de rendimiento (TIR). Además, Brealey y Myers (1993) utilizan este carácter en la fundamentación de la irrelevancia de la estructura financiera, que constituye otra de las ideas medulares señaladas por ellos mismos.
- La unicidad de la tasa de rendimiento a que se descuentan los flujos de caja, existe para todos los activos expuestos a un mismo riesgo, siempre que estos mercados funcionen bien. Esta condición de tasa única permite que los dueños puedan delegar las funciones de dirección con una simple instrucción: la de maximizar el valor actual neto.

Sin embargo, pese a esa relativa simplicidad y lógica evidente, el valor actual neto encierra incógnitas no resueltas en el plano teórico. La primera interrogante natural es qué costo de capital se debe utilizar. Si se utiliza el más difundido, que es el costo promedio ponderado de capital, surge entonces la disquisición provocado por el hecho de que el valor actual neto asume el financiamiento como exclusivamente propio; en tanto el costo promedio ponderado es, precisamente, la ponderación del costo de las diferentes fuentes de financiamiento, incluyendo la deuda. La rentabilidad financiera es simple pero cuestionable, en tanto es resultado de un estado de naturaleza contable que considera la utilidad neta y no los flujos de caja. La rentabilidad basada en el MEDAF quizás la de mayor precisión teórica, supone un desarrollo alto de los mercados financieros distante de la realidad de los sistemas financieros de la mayoría de las naciones del planeta.

Por otra parte, Brealey *et al.* (2009, p. 690) afirman que, al calcular el valor actual neto de un proyecto, «estamos estimando su valor mediante la estimación de lo que valdrían sus flujos de caja si el derecho sobre estos últimos se ofertara por separado a los inversionistas y se comer-

ciara en los mercados de capital». Entonces, ¿qué fundamento teórico tiene calcular este valor a partir del descuento de los flujos de caja para empresas sin estructura accionaria, en concreto la estatal?

Otras interrogantes señaladas por estos autores son las causantes de que las empresas pertenecientes a una misma industria obtengan tasas de rendimiento diferentes, así como los factores que determinan el riesgo de un proyecto (medido por la beta).

2. El axioma central: riesgo-rendimiento

Es acertada la formulación modificada en ambas obras de «modelo de equilibrio de activos financieros» por «riesgo y rendimiento», aun cuando en ambos textos se alude específicamente al mencionado modelo. La teoría de carteras de Harry Markowitz (1952, 1959) representa el punto de partida para los avances que hoy se constatan en el cálculo de los dos componentes del axioma central de las finanzas. Aquí es conveniente destacar dos aspectos iniciales: la correspondencia entre el cálculo del rendimiento de un título, según esta teoría, y para el valor actual, expuesto en el punto precedente.

Para un período, la expresión para el rendimiento de un título es: $R = \frac{W_1 - W_0}{W_0}$, de la cual se derivan las expresiones: $W_0 = (1+R)^{-1} W_1$ correspondientes a la de valor actual y $W_1 = (1+R)W_0$, a la de valor futuro (De la Oliva, 2005, pp. 24-25).

El modelo de Markowitz proveyó las expresiones para el cálculo del riesgo financiero, a partir de la varianza, tanto para un título como para una cartera y, sobre la base de la matriz de covarianzas, demostró por primera vez como la diversificación conduce a la minimización del riesgo.

El modelo simplificador de William Sharpe (1963) introdujo dos elementos medulares: la cartera de mercado y la beta, y sentó las bases para que los trabajos de este propio autor (1964), junto a los de Jan Mossin (1966) y John Lintner (1969) produjeran lo que hoy se conoce como Modelo de Evaluación de los Activos Financieros (MEDAF). El gran mérito de este modelo es que conduce a lo que varios especialistas consideran la idea más importante de toda la teoría financiera: la clasificación del riesgo en sistemático y diversificable. Esta, a su vez, trae consigo una conclusión simple, pero trascendental: el riesgo que hay que manejar es el que no se puede diversificar.

Sin embargo, la primera objeción seria al modelo, es la imposibilidad de validarlo empíricamente. Esta fue demostrada con inusitada consistencia por Richard Roll (1977), a partir de una idea simple: es imposible determinar si la cartera de mercado es eficiente, porque, considerando el hecho de que debe contener todos los activos del sistema económico internacional y, por lo tanto, no puede construirse, ni siquiera recurriendo al índice bursátil más representativo de los existentes como *proxy* (De la Oliva, 2005, pp. 212-217). Y como la única predicción económica real del modelo es que la cartera de mercado es eficiente, la imposibilidad

de validar empíricamente esta conclusión parecería interponer un serio escollo entre el rigor de su reconocimiento y su aplicación práctica. Esta es, pues, una deuda teórica muy difícil de resolver.⁵

Brealey *et al.* (2009) señalan la existencia de una variable aún no definida que, de acuerdo con los estudios empíricos, puede influir –de conjunto con la beta, el tamaño de la empresa y el ratio valor en libros-valor de mercado– para determinar el rendimiento esperado que demandan los inversionistas, así como la ineficacia del modelo para considerar la disimilitud de gustos de los inversionistas, que puede explicar la conveniencia de poseer carteras relativamente poco diversificadas.⁶

3. Mercados de capital eficientes

En cualquiera de las tres formas en que se manifiesta, la idea clave aquí es que los precios de los títulos reflejan el valor real de los activos subyacentes sobre la base de la mejor información disponible para los inversionistas.

Aquí sale a relucir nuevamente el vínculo insuficientemente explorado entre finanzas y comportamiento humano. ¿Está claro, con precisión científica, el énfasis sobre los eventos recientes para predecir los eventos futuros? ¿No será esta una de las causas que limitan la predicción del comportamiento de variables financieras tales como el tipo de cambio o de interés? Otro elemento es la capacidad de no sobreexcitarse de los inversionistas profesionales, que les protege contra el efecto de las burbujas especulativas. Finalmente, los estudios empíricos muestran resultados que contradicen la afirmación central de este postulado teórico (Brealey *et al.*, 2009, p. 693).⁷

4. Estructura financiera

Son muchos los estudiosos que le han dedicado sus esfuerzos al tema de la estructura financiera, desde que Franco Modigliani y Merton H. Miller (1958) concluyeran que «las decisiones financieras que simplemente subdividen los mismos flujos de caja de forma diferente solo cambian el envoltorio, no incrementan el valor total de la empresa» (263). En otras palabras, no es posible incrementar el valor de la empresa adoptando

⁵ Se han producido múltiples intentos por validar empíricamente el MEDAF. Algunos trabajos destacados son los de Stambaugh (1982), y Shanken (1984). La imposibilidad de construir la verdadera cartera de mercado ha sido el obstáculo insalvable para obtener un resultado válido para estos intentos.

⁶ A decir de Brealey *et al.* (2009), el MEDAF no sortea bien lo que ellos denominan «motivación de cobertura», lo que puede matizar la conclusión central del modelo acerca de la diversificación a partir de una sola cartera de mercado eficiente.

⁷ Algunos estudiosos encuentran correlaciones difícilmente aceptables a partir de la aplicación de la econometría, como la aparente evidencia de que los días de luna nueva se obtienen rendimientos diarios dos veces superiores que los de luna llena (Yuan *et al.*, 2001 citado en Brealey *et al.*, 2009, p. 693).

políticas de financiamiento, de dividendos u otras que no incrementen el flujo de caja total disponible para los inversionistas.

La conclusión de Modigliani y Miller es de las más conocidas y reconocidas en la teoría financiera. Sin embargo, argumentos de la misma simplicidad e importancia llevan a cuestionar la irrelevancia de la estructura financiera, sujeta únicamente al incremento de los flujos de caja. Dos de ellos saltan a la vista con fuerza: el ahorro fiscal que produce la deuda y la preocupación (nuevamente el factor psicológico) por los costos potenciales de quiebra. La revisión de los estudios empíricos acerca de este tema no parece estar agotada.

Extendiendo un poco el campo de análisis, es cuestionable también el impacto de la política de dividendos, sobre todo en lo que se refiere al debate en curso sobre las ventajas de pagar dividendos a los accionistas sobre la oferta de recompra de acciones, con lo que se les evita cargarlos con mayores impuestos. Este tema, tan debatido en la actualidad entre los profesionales del mundo industrializado, encuentra poco reflejo, y escasa solución, en países donde las empresas con estructura accionaria no tienen el mismo peso, sobre todo en las de propiedad estatal. Tal es el caso de la economía cubana, donde surgen interrogantes como:

- ¿Cuánto debe retirar el Estado en su condición de dueño y cuánto como fisco?
- ¿Qué parte de la utilidad debería retener la empresa para garantizar la reproducción ampliada y cómo garantizarla?

5. Teoría de opciones

No es casual que en 1973 hayan coincidido dos eventos de crucial importancia para la teoría y práctica de los instrumentos derivados: la apertura de la Bolsa de Opciones de Chicago (*Chicago Board of Options Exchange*, CBOE, primera bolsa de este derivado) y la salida a la luz del modelo de Black y Scholes, primero en proveer un arsenal teórico válido para determinar el valor de este complejo activo financiero. Algunos años más tarde Cox, Ross y Rubinstein (1979) darían a conocer su alternativa simplificada para el mismo propósito, a través de su conocido modelo binomial. La importancia de la teoría de opciones se explica por dos razones fundamentales:

- Su utilización creciente como instrumento de cobertura de riesgo.
- La existencia de opciones reales (que no financieras) en muchos activos (proyectos de inversión), tales como las típicas opciones de expansión o abandono.

Los modelos clásicos antes mencionados, a juicio de muchos especialistas, son quizás los más sólidos desde el punto de vista teórico, de los que reconoce la teoría financiera contemporánea. Sin embargo, cabría preguntarse si todo está resuelto al determinar las motivaciones para que existan opciones reales en un proyecto de

inversión y el reflejo que tales motivaciones pudieran tener en el valor de esas opciones eventuales.

6. Teoría de agencia

Se trata de la teoría que estudia los conflictos de intereses entre los principales actores de una empresa contemporánea: la dirección, los empleados, los accionistas, los tenedores de bonos. Entre los aspectos enumerados es quizás el de mayor componente psicológico, insuficientemente explorado. Aquí pudieran mencionarse varios ejemplos de cuestiones no aclaradas científicamente, pero basten solo dos: ¿Qué motiva a los inversionistas a involucrarse en un determinado negocio? ¿Cómo cambian las fusiones y adquisiciones los incentivos de manera que el valor de la empresa se maximice?

Y si de fusiones y adquisiciones se trata, no están claras las razones que explican que estas se produzcan en «olas», es decir, concentradas en determinados períodos. En la actualidad se llevan a cabo estudios sobre las crisis motivadas por las burbujas financieras que pudieran arrojar luz sobre este aspecto.

El autor de este artículo suscribe las principales ideas enunciadas por Brealey *et al.* (2009) pero considera que se omite una, que debería ser la primera por su importancia como razonamiento teórico básico para las decisiones financieras estratégicas y operativas: el costo de oportunidad de las decisiones financieras. Esta idea subyace en las decisiones relacionadas con la evaluación de proyectos de inversión, mediante la selección de la tasa de descuento, en las vinculadas con la selección entre alternativas de utilización del capital de trabajo y en la adopción de estrategias de cobertura de riesgo, entre otros aspectos. Por otro lado, hay otros aspectos no resueltos que pudieran mencionarse:

- Si bien existe una amplia gama de instrumentos de cobertura de riesgo y mucha teoría sobre su valoración, no está suficientemente explorada la relación causal entre las variaciones previsibles de las variables que lo generan con la evaluación de inversiones y otras decisiones financieras de la empresa.
- No está del todo claro cuánta liquidez es necesaria, teniendo en cuenta que, más allá de ese punto, cualquier incremento del efectivo que no devenga rendimiento, vale poco.

En el plano estadístico y matemático

Si se acepta que la varianza es el estadístico básico adecuado para medir el riesgo financiero, y como quiera que esta se define como la dispersión con respecto a la media, podría cuestionarse; por ejemplo, ¿cómo estimar esa media?, ¿a partir de escenarios? ¿utilizando datos reales como *proxy* del comportamiento de la variable estudiada? Y si fuera este último caso ¿cómo considerar la influencia del factor psicológico sobre los resultados, conside-

rando el efecto subjetivo que tiene el paso del tiempo sobre las expectativas de los individuos? Existen técnicas para aproximarse a los resultados reales, pero no proveen aún toda la exactitud deseada; por ejemplo, ¿cómo prever el comportamiento de los tipos de cambio con un grado de confiabilidad alto, sobre todo en un plazo mediano? Estas dificultades se añaden además a las señaladas para la selección de la tasas de descuento.

Las dificultades anteriores se relacionan con la dificultad de las técnicas estadístico-matemáticas y econométricas para captar con exactitud la multiplicidad de factores que influyen, en muchas ocasiones con carácter contradictorio, sobre los fenómenos financieros contemporáneos. Tómense, por ejemplo, la relación entre variables tales como la inflación, el tipo de interés y el tipo de cambio. ¿Cómo explicar la apreciación del dólar norteamericano en la actualidad, en un entorno de bajas tasas de interés y de niveles de inflación por debajo del objetivo de la Reserva Federal? La incorporación de otros elementos como la marcha de las economías europea y japonesa o el descenso de los precios del petróleo, unido a la autosuficiencia de ese país en la producción del crudo, pueden ayudar a explicarla. Sin embargo, ¿cómo incorporar todos esos factores a un modelo econométrico, de manera que sea efectivo para predecir con determinado grado de exactitud el comportamiento del tipo de cambio USD/EUR? Es sin dudas un reto para los mejores cerebros de esta ciencia en la actualidad.

¿Significa que todo esto representa una pérdida de tiempo el estudio de las finanzas a partir de las herramientas que su teoría nos proporciona? Quizás la mejor respuesta se obtenga de los propios Brealey *et al.*, que, al referirse a las insuficiencias del modelo de valoración de los activos de capital, afirman:

Muchas personas se preocupan por algunos de los supuestos relativamente fuertes del modelo de valoración de los activos de capital, o se inquietan por las dificultades para estimar la beta de un proyecto. Tienen razón por preocuparse por estas cuestiones. Un día tendremos teorías mucho mejores que hoy, pero estamos en condiciones de apostar a que esas teorías más sofisticadas retendrán dos ideas cruciales de este modelo:

- Los inversionistas evaden el riesgo y exigen un rendimiento superior para compensarlo.
- El riesgo que importa es aquel que no puede evitarse (2009, p. 690).

Necesidad de la teoría financiera en Cuba

Existe consenso entre los profesionales de las ciencias económicas en el país en que la dirección de las empresas debe ser financiera. Lo importante para alcanzar la eficiencia y, en última instancia, el bienestar de la sociedad a la que se aspira, es la creación de valor, medido en términos monetarios. En este empeño, las técnicas de administración financiera cuya eficacia está reconocida y probada, emanan de la teoría financiera contemporánea. Esta es la primera razón para que se utilice en función de propulsar y medir la eficiencia de los procesos productivos en el entorno cubano.

La comunidad profesional de la economía, la contabilidad y las finanzas, enfrenta en la actualidad varios retos, a cuya solución habrán de contribuir las herramientas de la teoría y la administración financieras. Entre ellos pueden mencionarse los siguientes:

- La evaluación financiera de las inversiones, como parte del proceso de atracción del capital extranjero, a tono con la creación de la Zona Industrial de Mariel.
- El desarrollo del pago por resultados, a partir del valor económico añadido en las organizaciones empresariales.
- El proceso de unificación monetaria y cambiaria, indispensable para lograr coherencia en la propia medición del valor creado.
- La armonización de las normas contables, habida cuenta de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).
- El perfeccionamiento de los sistemas de costos y de las normas de auditoría.
- La reducción de las afectaciones por las fluctuaciones de los tipos de cambio, mediante la cobertura frente a este riesgo.

En el debate sobre el alcance de estos conocimientos, necesario para lograr el propósito enunciado, debe considerarse un elemento importante: el balance entre la necesidad vista desde una perspectiva de corto plazo y desde una perspectiva temporal más amplia. La universidad, con su impacto indispensable sobre la comunidad, no puede limitarse a enseñar lo que concierne a la realidad de hoy; por el contrario, debe adelantarse a la de mañana. Se trata, en esencia, de la posibilidad de modificar el entorno en la medida de lo necesario, a partir del conocimiento de lo que existe y de las vías que pueden utilizarse para lograrlo. En otras palabras, la universidad, como portadora del conocimiento científico, debe adelantarse a las necesidades evidentes y debe hacerlo a partir de su capacidad de previsión de lo que puede traer el horizonte temporal menos cercano.

Y, para añadirle leña al fuego, hay que reconocer que el entorno empresarial cubano aún no reconoce, en la práctica, la necesidad de estos conocimientos. En efecto, hoy día, las investigaciones que se realizan en el sistema empresarial cubano revelan, entre otros aspectos, la escasa utilización de estas técnicas. Este hecho obedece a la interacción de dos factores: la poca necesidad que el medio impone de utilizarlas en función de resolver problemas prácticos y el poco dominio que de ellas tienen los especialistas y técnicos que pudieran aplicarlas.

Sin embargo, esta realidad debe cambiar y, de hecho, ya lo está haciendo. Es el espíritu, con mucho aún por lograr, de los *Lineamientos de la Política Económica y Social del Estado* y es lo que puede avizorarse a partir de los pasos emprendidos por la dirección del país en función de insertar, cada vez más, a Cuba en el mundo enrevesado y contradictorio que la circunda, y eso incluye, con un lugar muy destacado, las relaciones económico-financieras que lo signan con un elevado matiz de complejidad que demandará un nivel

de competitividad inalcanzable, si no se conocen y dominan las técnicas que aquí se han expuesto, con sus aciertos y retos.

Conclusiones

La teoría financiera contemporánea ha desarrollado una serie de aspectos, modelos y técnicas que han contribuido a explicar y transformar los fenómenos del mundo actual. Sin embargo, existen aún aspectos por resolver. En lo esencial, la limitan su énfasis casi absoluto en los problemas y las necesidades del mundo con alto desarrollo de los mercados financieros, y la insuficiente consideración de los elementos vinculados con la psicología individual y colectiva de los agentes y decisores.

En el plano teórico, las seis ideas que se han adoptado como referentes de la teoría son: el valor actual neto, la relación riesgo-rendimiento, la eficiencia de los mercados de capital, la estructura financiera, la teoría de opciones y la teoría de agencia. Cada una de ellas aporta de manera sustancial al desarrollo de la teoría y, a la vez, tiene aspectos no resueltos y que constituyen retos para la comunidad científica internacional.

En el plano estadístico y matemático existen desafíos relacionados, en lo fundamental, con la dificultad para encauzar el comportamiento humano en los cánones de la lógica impecable de estas ciencias, así como para captar la multiplicidad de factores, muchas veces contradictorios, que determinan lo que se observa en la superficie. Esto no niega la imprescindible contribución de estas áreas a la teoría contemporánea de las finanzas.

El entorno económico-financiero cubano necesita que sus profesionales dominen estas técnicas y las utilicen como vía para incrementar la eficiencia, entendida como la maximización del valor económico añadido, que implica costos mínimos. La universidad ha de adelantarse a las necesidades inmediatas, a partir de su capacidad de previsión de lo que demanda la sociedad en el futuro cercano.

BIBLIOGRAFÍA

- ALARCÓN, A. (2008): «Procedimiento para el análisis de la estructura financiera de las empresas mixtas hoteleras en el flujo de caja del Estado: estudio de casos», tesis de doctorado, Universidad de Camagüey.
- BLACK, F. y M. SCHOLES (1973): «The Pricing of Options and Corporate Liabilities», *Journal of Political Economy*, May-June.
- BLOCK, S. B.; G. A. HIRT, y J. SHORT (2000): *Foundations of Financial Management*, 5^{ta} ed., McGraw Hill, Ryerson Limited, Toronto.
- BREALEY, R. y S. C. MYERS (1993): *Fundamentos de financiación empresarial*, McGraw-Hill, Madrid.
- BREALEY, R.; S. C. MYERS y A. MARCUS (2009): *Fundamentals of Corporate Finance*, 6^{ta} ed., McGraw Hill Irwin, New York.
- COPELAND, T. E. y J. F. WESTON (1992): *Financial Theory and Corporate Policy*, 3^{ra} ed., Addison-Wesley, Publishing Company, Reading, Massachusetts.
- COX, J.; S. ROSS y M. RUBINSTEIN (1979): «Option Pricing: A Simplified Approach», *Journal of Financial Economics* 7, pp. 229-263.

- DE LA OLIVA, FIDEL (2001): «Los modelos de selección y valuación de carteras como criterio de eficiencia en las inversiones del sector empresarial cubano», tesis de doctorado, Universidad de La Habana.
- DE LA OLIVA, FIDEL (2005): *Selección y valuación de carteras*, Editorial Félix Varela, La Habana.
- ESPINOSA, D. (2013): «Modelo y procedimiento para la planificación y el control de la inversión corriente en la actividad hotelera», tesis de doctorado, Universidad de Matanzas.
- FAMA, E. F. y M. H. MILLER (1972): *The Theory of Finance*, Holt, Rinehart and Winston, Nueva York.
- LINTNER, J. (1969): «The Aggregation of Investor's Diverse Judgments and Preferences in Purely Competitive Security Markets», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, december, pp. 347-400.
- MARKOWITZ, H. (1952): «Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments», *Journal of Finance*, vol. 7, n.º 1, March, pp. 77-91.
- MARKOWITZ, H. (1959): *Portfolio Selection, Efficient Diversification of Investments*, Yale University Press, New Haven.
- MODIGLIANI, F. y M. H. MILLER (1958): «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment», *American Economic Review*, vol. XLVIII, june, pp. 261-297.
- MOSSIN, J. (1966): «Equilibrium in a Capital Asset Market», *Econometrica*, october, pp. 768-783.
- REILLY, F. K. y K. C. BROWN (2000): *Investment Analysis and Portfolio Management* (6ta. Ed.), Harcourt College Publishers.
- REYES, M. (2001): «Teoría y práctica de la estructura financiera empresarial y la eficiencia. Estudio de casos en Cuba», tesis de doctorado, Universidad de La Habana.
- RODRÍGUEZ, G. (2008): «Propuesta de procedimientos de gestión del riesgo de impago para hoteles Sol Meliá Cuba», tesis de doctorado, Universidad de Matanzas.
- ROLL, R. (1977): «A Critique of the Asset Pricing Theory's Tests. Part I: On the Past and Potential Testability of the Theory», *Journal of Financial Economics*, vol. 4 March, pp. 129-176.
- SHANKEN, J. (1984): «On the Exclusion of Assets from Tests of the Mean Variance Efficiency on the Market Portfolio: An Extension», informe de investigación, *Graduate School of Business Administration, Universidad de California, Berkeley*.
- SHARPE, W. (1963): «A Simplified Model for Portfolio Analysis», *Management Science*, January, pp. 277-293.
- SHARPE, W. (1964): «Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk», *Journal of Finance*, september, pp. 425-442.
- SHEFRIN, H. (2005): *A Behavioral Approach to Asset Pricing*, Elsevier, New York.
- STAMBAUGH, R. (1982): «On the Exclusion of Assets from Tests of the Two Parameter Model», *Journal of Financial Economics*, november, pp. 237-268.
- VON NEUMANN, J. y O. MORGENTHAU (1947): *The Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press, Princeton.

