

Principales períodos de la historia de las finanzas

Main periods of the history of finance

Elvia Maricela Zhapa Amay

Doctora en Contabilidad

Magister en Docencia Universitaria e Investigación

Docente Titular de la Carrera de Contabilidad y Auditoría
de la Universidad Nacional de Loja

Correo electrónico: elvia.zhapa@hotmail.com

Resumen

La teoría financiera mundial ha venido estructurándose desde el siglo XIX con la revolución industrial que maximizó la producción en serie gracias a la máquina de vapor y luego con las guerras declaradas en la década de los 40 y la posterior guerra fría, después de las cuales ya se empieza a desarrollar sistemas informáticos y formas automatizadas de manejar la empresa, esta innovación contribuyó a una mejor distribución del capital y análisis financieros más estrictos. Llegados a este punto ya se tiene una teoría financiera sólida que equilibra el rendimiento de la empresa en base al "Modelo Económico de Activos Financieros", modelo que constituye la base de la economía moderna. Hoy en día contamos con una economía basada en investigaciones y resultados empíricos que busca un desarrollo empresarial equilibrado y competente.

Palabras clave: Economía, Historia Económica, Investigación Económica, Política Financiera, Teoría Económica. (Tesoro de la UNESCO)

Abstract

The global financial theory has been structuring since the nineteenth century with the industrial revolution which maximized mass production due to the invention of the steam engine and then with the wars declared in the 40s and the subsequent Cold War, after which computer systems and automated ways of manage a business begins to develop, this innovation contributed to a better allocation of capital and tighter financial analysis. At this point you have a solid financial theory that balances performance of the company based on the "Economic Model of Financial Assets", model which is the basis of modern economics. Today we have an economic theory based on researches and empirical results that are looking for a balanced and responsible business development.

Keywords: Economics, Economic History, Economic Research, Economic Theory, Financial Policy. (UNESCO Thesaurus)

INTRODUCCION

Toda ciencia para su estudio sitúa definiciones, busca historia y fundamenta la importancia en el tiempo que abarca, lo que también ocurre con las finanzas.

Las finanzas, consideradas durante mucho tiempo como parte de la economía, surgieron como un campo de estudios independiente a principios del siglo pasado. En su origen se relacionaron solamente con los documentos, instituciones y aspectos de procedimiento de los mercados de capital. Con el desarrollo de las innovaciones tecnológicas y las nuevas industrias provocaron la necesidad de mayor cantidad de fondos, impulsando el estudio de las finanzas para destacar la liquidez y el financiamiento de las empresas. La atención se centró más bien en el funcionamiento externo que en la administración interna. Hacia fines de la década se intensificó el interés en los valores, en especial las acciones comunes, convirtiendo al banquero inversionista en una figura de especial importancia para el estudio de las finanzas corporativas del período.

DESARROLLO PRINCIPALES PERÍODOS DE LA HISTORIA DE LAS FINANZAS

En el siglo XIX avanza considerablemente la Teoría Económica, como disciplina académica, surgiendo el llamado modelo clásico de la mano de Adam Smith en su libro pionero "La riqueza de las naciones"¹, en 1776, donde analizó el modo en que los mercados organizaban la vida económica y conseguían un rápido crecimiento económico, mostrando además que un sistema de precios y de mercados es capaz de coordinar los individuos y a las empresas sin la presencia de una dirección central. Hasta principios del siglo XIX en el ámbito de las finanzas, los gerentes financieros se dedicaban a llevar libros de contabilidad o a controlar la teneduría, siendo su principal tarea buscar financiación cuando fuese necesario.

Surge en Inglaterra la revolución industrial debido a una serie de cambios en su economía, fenómeno que comienza a difundirse rápidamente por Europa y América dando lugar a innovaciones tan importantes como:

La máquina de vapor de Watt (1779)

¹ Smith, A. (1776). La Riqueza de las Naciones. Londres. Reino Unido: W. Strahan & T. Cadell

La pila eléctrica de Volta (1800),

La locomotora o la primera línea de ferrocarril (1825).

El sector textil se desarrolla y se convierte en el más importante, donde surge el asociacionismo obrero y se da un auge del liberalismo.

En 1929 la economía se encuentra inmersa en una crisis internacional. La situación de la bolsa de Nueva York era caótica y la Política Económica llevada a cabo contribuyó a agravar las crisis, los grupos financieros norteamericanos y británicos se encontraban enfrentados ya que al conceder préstamos sin prudencia crearon un ambiente de solidez e inestabilidad inexistente, se produjo una subida de los tipos de interés estadounidenses que llevó a la paralización de los préstamos al exterior, lo que produjo una agravación económica en los países que habían recibido estos préstamos.

En 1936, con el fondo de la Gran Depresión apareció "La Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero"², de John Maynard Keynes, obra memorable en la que se describía una nueva manera de enfocar la economía que iba ayudar a los estados a atenuar los peores estragos de los ciclos económicos por medio de la política monetaria y fiscal.

La época de los años cuarenta estuvo empañada por la guerra declarada en los primeros años y la guerra fría en los siguientes. Las finanzas siguieron un enfoque tradicional que se había desarrollado durante las décadas anteriores, no ocurriendo cambios considerables. Se analizaba la empresa desde el punto de vista de alguien ajeno a ella, como pudiera ser un inversionista, pero sin poner énfasis en la toma de decisiones. El gerente continúa con su labor, predomina una política poco arriesgada, lo que suponía un endeudamiento y se prima la liquidez y la solvencia. Sin embargo, en este período comienzan a germinar los brotes de la moderna concepción financiera de la empresa.

Década de los cuarenta hasta la cimentación de la moderna teoría de las finanzas empresariales.

Después de la guerra comienza a estudiarse los desarrollos de la Investigación Operativa y la Informática

² Keynes, J.N. (1936). La teoría general del empleo, el interés y el dinero. EE.UU.: Harcourt, Brace and Company

aplicados a la empresa. A mediados de la década del 50 adquirieron importancia la planificación y control, y con ello la implantación de presupuesto y controles de capital y tesorería. Nuevos métodos y técnicas para seleccionar los proyectos de inversión de capital condujeron a un marco para la distribución eficiente del capital dentro de la empresa.

De esta época es la obra del profesor Erich Schneider "Inversión e Interés"³ (1944), en la que se elabora la metodología para el Análisis de las Inversiones y se establecen los criterios de Decisión Financiera que den lugar a la maximización del valor de la empresa. En su trabajo el profesor pone de manifiesto una idea en la actualidad vigente: una inversión viene definida por su corriente de cobros y pagos. El administrador financiero ahora tenía a su cargo los fondos totales asignados a los activos y la distribución del capital a los activos individuales sobre la base de un criterio de aceptación apropiado y objetivo.

Posteriormente aparecieron sistemas complejos de información aplicados a las finanzas, lo que posibilitó la realización de análisis financieros más disciplinados y provechosos. La era electrónica afectó profundamente los medios que emplean las empresas para realizar sus operaciones bancarias, pagar sus cuentas, cobrar el dinero que se les debe, transferir efectivo, determinar estrategias financieras, manejar el riesgo cambiario, etc. Se idearon modelos de valuación para utilizarse en la toma de decisiones financieras, en el que la empresa tiene una gran expansión y se asientan las bases de las finanzas actuales. En este período de prosperidad los objetivos que priman son los de rentabilidad, crecimiento y diversificación internacional, frente a los objetivos de solvencia y liquidez del período anterior. También se extenderán las técnicas de Investigación Operativa e Informatización, no sólo para grandes empresas.

Se va cimentando la moderna Teoría Financiera, donde podemos tener como ejemplo el desarrollo de la "Teoría de Portafolio"⁴ de Markowitz (1960), punto de partida del Modelo de Equilibrio de Activos Financieros, que constituye uno de los elementos del núcleo de las modernas finanzas. Esta teoría explica que el riesgo de un activo individual no debe ser juzgado sobre la base de las posibles desviaciones del rendimiento que se espera, sino en relación con su contribución marginal al

riesgo global de un portafolio de activos. Según el grado de correlación de este activo con los demás que componen el portafolio, el activo será más o menos riesgoso.

En 1955 James H. Lorie y Leonard Savage resolvieron en Programación Lineal el problema de selección de inversiones sujeto a una restricción presupuestaria, estableciéndose una ordenación de proyectos. Así mismo estos autores cuestionan la validez del criterio del TIR frente al VAN.

Otro destacado trabajo es el de Franco Modigliani y Merton Miller (1958). Ambos defienden que el endeudamiento de la empresa en relación con sus fondos propios no influye en el valor de las acciones. No obstante en 1963 rectifican su modelo, dando entrada al impuesto de sociedades. Y así concluyen que el endeudamiento no es neutral respecto al coste de capital medio ponderado y al valor de la empresa. En los sesenta se empieza a ver el efecto de los estudios realizados en la década anterior, estudios en ambiente de certeza que en la década servirán de base a los realizados en ambiente de riesgo e incertidumbre.

Esta década supone una profundización y crecimiento de los estudios de la década de los cincuenta, produciéndose definitivamente un desarrollo científico de la Administración Financiera de Empresas, con múltiples investigaciones, resultados y valoraciones empíricas, imponiéndose la Técnica Matemática como el instrumento adecuado para el estudio de la Economía Financiera Empresarial.

En 1963, H. M. Wingartner, generaliza el planteamiento de Lorie y Savage a "n" períodos, introduciendo la interdependencia entre proyectos, utilizando Programación Lineal y dinámica. Se aborda el estudio de decisiones de inversión en ambiente de riesgo mediante herramientas como la desviación típica del VAN, técnicas de simulación o árboles de decisión, realizados por Hillier (1963), Hertz (1964) y Maage (1964) respectivamente. En 1965 Teichroew, Robichek y Montalbano demuestran que en casos algunos casos de inversiones no simples, éstas podrían ser consideradas como una mezcla de inversión y financiación. Sharpe (1964,1967), Lintner (1965), Mossin (1966) o Fama (1968) son autores que continuaron la investigación sobre formación óptica de carteras de activos financieros (CAPM) iniciada por Markowitz en la década de los cincuenta.

³ Schneider, E. (1944). Inversión e interés. Alemania.

⁴ Markowitz, H. (1952). Teoría de Portafolio. Journal of Finance.

El CAPM⁵ nos dice que en un mercado tenemos dos tipos de riesgo: el diversificable, que podemos controlar y el sistemático, que no podemos cubrir aunque nuestra cartera esté compuesta por muchos títulos diferentes y con muy poca correlación entre ellos. Por otra parte, nos dice que el rendimiento esperado de un activo sin riesgo es igual al de un activo libre de riesgo más una prima por unidad de riesgo sistemático. Este riesgo lo medimos por el coeficiente β que nos indica el comportamiento de la rentabilidad del título en relación con la del mercado.

En la década de 1970 empezaron a aplicarse el modelo de fijación de precios de los activos de capital de Sharpe⁶ para valorizar los activos financieros. El modelo insinuaba que parte del riesgo de la empresa no tenía importancia para los inversionistas de la empresa, ya que se podía diluir en los portafolios de las acciones en su poder. También provocó que se centrara aún más la atención sobre las imperfecciones del mercado cuando se juzgaba la selección de los activos realizada por la empresa, el financiamiento y los dividendos.

Las finanzas hasta nuestros días:

Desde la década del 70 hasta nuestros días los estudios sobre la ciencia de la Gestión Financiera de la Empresa se han expandido y profundizado notablemente. Surgen nuevas líneas de investigación como:

La teoría de valoración de opciones.

La teoría de valoración por arbitraje.

La teoría de agencia.

La teoría de valoración de opciones⁷ tuvo su origen con las investigaciones de Black y Scholes en 1973, para la evaluación relativa de los derechos financieros. La existencia de un mercado de opciones permite al inversionista establecer una posición protegida y sin riesgos comprando acciones y, al mismo tiempo, estableciendo opciones sobre las acciones. En mercados financieros eficientes el rendimiento producido por una posición de

5 CAPM: Capital Asset Pricing Model (Modelo de Valoración de Activos Financieros)

6 William Forsyth Sharpe, economista estadounidense reconocido por desarrollar el denominado "Ratio de Sharpe" que permite el análisis del comportamiento del rendimiento de una inversión en función del riesgo.

7 Fischer Black y Myron Scholes desarrollaron el modelo de Black-Scholes, que permitió el gran desarrollo de la utilización los instrumentos financieros.

este tipo debe ser una tasa libre de riesgos. Si esto es cierto, sería posible establecer fórmulas exactas para valorar distintos tipos de opciones. Se comenzó a cuestionarse la validez del CAPM por diversos motivos y como modelo alternativo Ross en 1976 publicó el APT⁸. A diferencia del CAPM este modelo no se basa en la hipótesis de eficiencia de la cartera de mercado, y los rendimientos de los títulos vienen representados por un modelo general de factores.

En relación a la estructura financiera óptima son destacables los trabajos realizados en la "relevancia de la estructura financiera, al considerar el impuesto sobre la renta personal, aún teniendo en cuenta las consecuencias del impuesto de sociedades que conlleva la preferencia de la deuda como fuente de financiación. Asimismo, Warner sostiene que la mayor preferencia por la deuda, al tener en cuenta los efectos fiscales del impuesto sobre la renta de sociedades, se compensa con el aumento de los costos de quiebra.

En la década de 1980, ha habido importantes avances en la valoración de las empresas en un mundo donde reina la incertidumbre. Se le ha colocado una creciente atención al efecto que las imperfecciones del mercado tienen sobre el valor. La información económica permite obtener una mejor comprensión del comportamiento que en el mercado tienen los documentos financieros.

En los años 90, las finanzas han tenido una función vital y estratégica en las empresas. El gerente de finanzas se ha convertido en parte activa: la generación de la riqueza. Para determinar si genera riqueza debe conocerse quienes aportan el capital que la empresa requiere para tener utilidades. Esta se convierte en la base del costo de la oportunidad, con respecto al cual se juzgará el producto, la inversión y las decisiones de operación.

En estos últimos años han sido numerosos los artículos e investigaciones realizadas acerca de la gran existencia de PYMES y el papel que desempeñan en la SOCIEDAD actual. Ejemplo de ello es el trabajo desarrollado por López, Revuelta y Sánchez (1998) en el que pretenden mostrar, de forma sintética y globalizada, la problemática específica que padecen estas empresas de carácter familiar. Del mismo se extraen conclusiones tan interesantes como que, debido a la estructura familiar de la empresa, el criterio de maximización del valor de

8 Ross, S.A. (1976). Teoría del Arbitraje de Precios. Revista de la Teoría Económica.

mercado puede no ser el más adecuado en algunas ocasiones. En otros trabajos se ha profundizado en el estudio de la gestión de recursos humanos dentro de las PYMES, su financiación, o la inversión directa en países en vías de desarrollo.

En los noventa, la teoría y práctica de la valoración de empresas seguía centrada alrededor de métodos muy clásicos y algo obsoleto, tales como los enfoques estáticos o de balances y los modelos mixtos como el alemán y el anglosajón. Dichos métodos parecen superados hoy en día, aun admitiendo su virtualidad y utilidad para la valoración en pequeños negocios.

Los factores externos influyen cada día más en el administrador financiero: desregulación de servicios financieros, competencia entre los proveedores de capital y los proveedores de servicios financieros, volatilidad de las tasas de interés y de inflación, variabilidad de los tipos de cambio de divisas, reformas impositivas, incertidumbre económica mundial, problemas de financiamiento externo, excesos especulativos y los problemas éticos de ciertos negocios financieros.

Actualmente, la metodología basada en el descuento de los flujos de caja parece indiscutible y es la más congruente y sólida en cuanto a sus fundamentos teóricos. Por esta línea han pretendido progresar Martín Marín y Trujillo Ponce (2000) en su obra "Manual de valoración de empresas"⁹. Respecto al tema de las empresas de nueva economía o economía virtual relacionada con Internet estos autores según sus propias palabras prefieren darse un plazo de espera antes de abordar tan espinoso asunto. Estas empresas parecen escapar a la lógica de los modelos hasta ahora desarrollados de valoración. La alta volatilidad y los precios desorbitados parecen imponerse en las acciones que cotizan en el NASDAQ norteamericano.

Discusión

Podemos decir que el objeto de estudio de la Economía Financiera se centra en las decisiones financieras, decisiones tanto de inversión como de financiación. La escuela normativa americana señala que las funciones de la Dirección financiera de la Empresa giran en torno a la obtención de fondos y su uso, y consisten en dar una respuesta racional y adecuada a una serie de **preguntas:**

⁹ Martín, J.L. & Trujillo, A. (2000). Manual de Valoración de las Empresas. Ariel Económica.

¿Cuál es el volumen total de activos que se debe invertir en cada período, y a qué ritmo debe crecer este volumen?

¿Qué clase de activos debe adquirir la empresa?

¿Qué fuentes de financiación debe utilizar la empresa y cuál debe ser la composición de ese pasivo?

Conclusión:

El conocimiento de las finanzas evolucionó desde el estudio descriptivo de su primera época, hasta las teorías normativas los análisis rigurosos actuales.

Doctora Elvia Maricela Zhapa Amay Mg.Sc

Bibliografía

- KEYNES, J.N. (1936). La teoría general del empleo, el interés y el dinero. EE.UU.: Harcourt, Brace and Company.
- MARKOWITZ, H. (1952). Teoría de Portafolio. Journal of Finance.
- MARTIN, J.L. y TRUJILLO, A. (2000). Manual de Valoración de las Empresas. Ariel Económica.
- ROSS, S.A. (1976). Teoría del Arbitraje de Precios. Revista de la Teoría Económica.
- SCHNEIDER, E. (1944). Inversión e interés. Alemania.
- SMITH, A. (1776). La Riqueza de las Naciones. Londres. Reino Unido: W. Strahan & T. Cadell
- <http://es.wikipedia.org/wiki/Black-Scholes>
- http://es.wikipedia.org/wiki/Ratio_de_Sharpe
- <http://www.monografias.com/trabajos20/finanzas/finanzas.shtml>
- http://books.google.com.ec/books?id=wNAQAwAA-QBAJ&pg=PT174&lpg=PT174&dq=modelo+alternativo+de+ross&source=bl&ots=UmOeoTSz_o&sig=scJf9duJcr9XKmJe_1Kx65p3S0M&hl=es&sa=X&ei=xj9kU_jGKeqlsQSWmYHAAw&ved=0CDMQ6AEwAQ#v=onepage&q=modelo%20alternativo%20de%20ross&f=false