

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA



HISTORIA DE LOS CONCEPTOS EN FINANZAS

Trabajo de Graduación Presentado por:
LUIS ANTONIO PINEDA HENRIQUEZ
Para optar al grado de:
MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

AGOSTO DE 2008
San Salvador, El Salvador, Centroamérica

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR : MÁSTER RUFINO ANTONIO QUEZADA SANCHEZ

SECRETARIO GENERAL : LIC. DOUGLAS VLADIMIR ALFARO CHÁVEZ

AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DECANO : MÁSTER ROGER ARMANDO ARIAS ALVARADO

VICEDECANO : MÁSTER ÁLVARO EDGARDO CALERO RODAS

SECRETARIO : MÁSTER JOSÉ CIRIACO GUTIÉRREZ CONTRERAS

ADMINISTRADOR ACADÉMICO : LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO MÉLENDEZ

ASESOR : MÁSTER GUILLERMO VILLACORTA MARENCO

TRIBUNAL EXAMINADOR : MÁSTER GUILLERMO VILLACORTA MARENCO

AGOSTO DE 2008

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTRO AMÉRICA

DEDICATORIA.

A Dios:

Todo poderoso, que me ilumina y derrama bendiciones en todo momento, quien me guío por el camino correcto hasta llegar a la culminación de mi carrera.

A mis padres:

Por traerme al mundo y enseñarme los valores, que me sirven para luchar contra los obstáculos que se presentan cada día de mi vida.

A mi esposa y mi hijo:

A Silvia por el apoyo que me brinda en todo momento. Por ser un símbolo de fortaleza, comprensión y paciencia para soportar a mi lado todas las adversidades. Por su valiosa colaboración en la revisión de mi trabajo de graduación. A mi preciado hijo Daniel Esau, mi tesoro más grande, por haberme permitido tomar tiempo de su vida. Gracias Familia.

A mis compañeros de la Maestría:

Por haberme permitido compartir con ellos, conocimiento, buenos y malos momentos, y sobre todo por su amistad y comprensión. A Joaquín, por ser la persona que guío mis ideas, a Gladys por su valiosa ayuda, ambos aportando conocimientos, recursos sin esperar nada a cambio.

A mi Asesor y Jurado.

A Msc. Guillermo Villacorta Marrenco, por haber dirigido este trabajo de inicio a final, gracias a su capacidad integradora de conocimientos sobre las finanzas, he podido desarrollar a satisfacción un trabajo de gran importancia no solo para conocimiento propio, sino para futuras generaciones.

¡No veas el paso de los exitosos, camina con ellos!

Luis Antonio Pineda Henríquez.

INDICE

Introducción.....	i
1. Los inicios de las Finanzas Corporativas.....	1
1.1. Era Preindustrial.....	1
1.1.1. Época Imperial.....	1
1.1.2. El Comercio Medieval.....	1
1.1.3. Las Finanzas y el Comercio Internacional de Florencia y Venecia...	2
1.1.4. Las Finanzas en la Edad de la Exploración Global.....	2
2. Formación de las Primera Sociedades Accionarias.....	3
2.1. El surgimiento de las Joint Stock	3
2.2. Historia de los Derivados financieros.....	4
3. La era Industrial.....	5
3.1. Financiamiento de las Sociedades Industriales.....	6
3.2. Las Common Stocks y el surgimiento de la Gerencia Capitalista.....	7
3.3. El financiamiento de las Grandes Empresas.....	8
4. La base Cognoscitiva de las Finanzas Corporativas.....	9
5. Principales Aportes Teóricos a las Finanzas Corporativas.....	11
6. Las Empresas y los Mercados Financieros.....	14
7. Importancia de los dividendos.....	16
7.1. El Jugo de Naranja Congelado.....	18
8. Cambios Institucionales y las Finanzas Corporativas.....	18
8.1. Historia de los Fondos Mutuos.....	18
8.2. Los Conglomerados Financieros.....	19
8.3. Leveraged Buyout Partnership.....	20
8.4. Los Costos de Agencia.....	22
8.4.1. Un sistema diferente para disciplinar a la Gerencia.....	23

9. Una Breve Historia de las Grandes Ideas de Negocios.....	23
10. ¿Qué podemos aprender de los 300 años a tras acerca de los Stock Markets?.....	25
11. ¿Y qué con la ideología del valor del accionista?.....	29
12. Tendencias Actuales de las Finanzas Corporativas.....	31
12.1.1. Ejecutivos Poscapitalistas.....	31
12.1.2. Hacia la Nueva Organización.....	32
13. El Rigor y la Relevancia en las Investigaciones sobre la Gerencia.....	34
14. En la Búsqueda de Profesores Ambidiestros.....	36
15. Ortodoxia versus Pragmatismo.....	38
Consideraciones Finales.....	41
Bibliografía.....	42

INTRODUCCION.

La historia de las finanzas es esencialmente importante para conocer los procesos financieros del presente. Nadie puede esperar entender un fenómeno económico, si no tiene un conocimiento de la historia de las finanzas. Esta no ha sido puramente económica, ha estado enmarcada en el desenlace de eventos sociales, desarrollados por instituciones, individuos y organizaciones en el tiempo. Es necesario conocer un amplio contexto histórico, y una gama de enfoques analíticos, útiles para comprender mejor los mercados financieros.

Ante esta necesidad, el presente trabajo plantea aspectos que tienen como objetivo principal, ilustrar el nacimiento de los conceptos claves de las finanzas corporativas, y el funcionamiento de los mercados financieros como parte importante en el desarrollo del mundo de los negocios.

Este trabajo contiene la segregación de quince apartados. Primero el desarrollo de las finanzas viene dado con la evolución de la civilización humana, cada edad mantiene sus propios legados de avances a las finanzas. La edad de los Imperios, los babilonios, los romanos, los atenienses. En la edad medieval, un emblemático ejemplo de las finanzas fueron los bancos de Florencia y las empresas navieras de Venecia, que luego ayudaron a los descubrimientos oceánicos.

La era industrial, en la cual se marca un nuevo horizonte para los inversionistas, con la utilización de la electricidad de forma más eficiente, el uso de maquinaria para producir en serie, el nacimiento de los ferrocarriles y la innovación para su financiamiento. Con el paso del tiempo las finanzas amplían sus bases del conocimiento, buscando desprenderse del empirismo y folklore, ayudando a los inversores a tomar decisiones basados en herramientas más profesionales.

Se abordan los cambios institucionales que en la historia han tenido los Fondos Mutuos, que cambiaron su enfoque de *stewardship* pasando al *salesmanship* producto de las exigencias del mercado. La década de los 60's marcada por las galopantes adquisiciones de los conglomerados. Las LBO's, que nacieron con el fin de armonizar las relaciones entre los capitalistas y los administradores, los cuales por muchos años, han estado siguiendo intereses diferentes.

Las regulaciones impulsadas por los estados con miras a regular los mercados financieros en los años 1930-1940, sirvieron para que se estimularan novedosas innovaciones en derivados financieros, desde sencillos futuros, hasta sofisticados *swaps*, como una respuesta a la búsqueda de nuevas formas de protegerse del futuro incierto.

A medida que se desarrollan las finanzas, las organizaciones se enfocan en formas más eficientes de administrar no solo los recursos financieros y humanos, sino toda la organización como tal. Como consecuencia el desarrollo de las organizaciones está cambiando su rumbo, reorganizando sus estructuras, cambiándose a distintos propósitos, tipos de trabajos, personas, y culturas.

Se contemplan además, las ideas que tuvieron una influencia en los gerentes acerca del mundo, reconociendo el potencial humano, creando ventajas competitivas, un lenguaje global y buscando las mejores prácticas gerenciales para sostener el éxito.

Contiene un análisis del *stock market* desde inicios del siglo XVIII, acciones de los inversores, negociación de algunos instrumentos y derivados, la formación de irregularidades del mercado como las *bubbles*, que pueden ayudar a instruir nuestro entendimiento sobre las instituciones de mercado y su comportamiento.

Contiene una serie de apartados que buscan hacer un análisis acerca de las publicaciones referidas a la gerencia, la orientación de las mismas sin olvidar el rigor científico y la relevancia; buscando un equilibrio o mentalidades y aptitudes ambidiestras.

Finalmente las conclusiones del trabajo, ratificando que no podemos entender los procesos de inversión en el presente a menos que sepamos de dónde vienen. Las dinámicas organizaciones constantemente están rediseñando sus negocios, avanzando a un pluralismo sin fronteras, buscando mantener el equilibrio adecuado.

Este análisis histórico nos ayuda a entender el funcionamiento del mercado, la evolución de los instrumentos financieros, el impacto y la motivación de las regulaciones desde las primeras crisis del 1600, hasta los recientes escándalos financieros. Todos estos factores cambian en el tiempo y pueden ayudarnos a comprender el pensamiento económico actual.

Los Inicios de las Finanzas Corporativas.

La historia de las finanzas no ha sido puramente económica, sino que ha estado enmarcada en el desenlace de eventos sociales desarrollados en el tiempo, por instituciones, individuos y organizaciones. Todos estos acontecimientos pueden desglosarse en tres etapas importantes: a) Era Preindustrial, la cual contempla: la época Imperial, el comercio medieval y la edad de la exploración global; b) La Era Industrial y c) la Contemporánea.

1.1. Era Preindustrial.

1.1.1. Época Imperial.

Aproximadamente por 1800 A.C., el código de Hammurabi empezó a formalizar los negocios y las relaciones que regulaban las transacciones comerciales, promoviendo la honestidad en las relaciones de negocios de los inversionistas.

Los griegos contribuyeron al desarrollo de las finanzas en tres formas: a) la acuñación, b) la perfección de facturas de intercambio y c) las finanzas públicas.

1.1.2. El Comercio Medieval.

La edad medieval podría situarse entre 950 – 1350, época en la cual Europa trataba de superar las invasiones vikingas y avanzaba al sistema feudal.

Cerca de 1275, los mercaderes Italianos expandieron sus negocios, a través de oficinas locales a los mercados del norte de Europa, tales como *London* y *Bruges*. Desarrollaron servicios postales, instrumentos como las facturas y recibos de embarque. Ampliando las capacidades de comerciar mercancías al exterior. Otros elementos que contribuyeron al comercio medieval fue el perfeccionamiento de la alfabetización y nuevas formas de medir.

En el siglo XIII, muchos mercaderes llevaron libros de apuntes para preservar la continuidad de sus operaciones. Las finanzas se enfocaban en libros contables, ya que eran estos los que recogían toda la información financiera contable de las operaciones.

Durante el siglo XIII, en Florencia (1252) y Francia, bajo Luis IX (1266), se dieron las primeras emisiones de monedas, lo que permitió estandarizar las medidas de valor económico. Marcándose de esta forma un peldaño enorme en la economía de los pueblos.

1.1.3. Las Finanzas y el Comercio Internacional de Florencia y Venecia.

Durante el siglo XV los banqueros y comerciantes de Italia desarrollaron una dominante posición en Europa. Un buen ejemplo de esto es *Medici Bank*, que desarrolló la habilidad de cambiar los depósitos entre agencias por medio de facturas de cambio, esto proporcionó las oportunidades de arbitraje en Dinero y *commodities*¹.

Los gerentes de *Medici Bank*, durante su desarrollo profesional, construyeron *knowledge*², a través de las experiencias personales. Este *knowledge* acumulado con el tiempo, representó un activo invaluable y difícil de replicar para las empresas nacientes. Los gerentes eran semejantes a diplomáticos, quienes seguían las instrucciones desde la oficina principal, y no podían directamente dar préstamos sin autorización.

En el año 1335 las compañías más importantes de la época se financiaron con deuda; utilizando el modelo de *Modigliani and Millers* (aún no descubierto académicamente) que seis siglos más tarde, sería utilizado para impulsar las compras apalancadas.

Venecia, durante mucho tiempo mantuvo su formidable poderío naval, que dependía de su *entrepot*³ para el comercio entre el Mediterráneo y el Norte de Europa. En el siglo XIII los mercaderes Venecianos tenían que confiar en la *colleganza* (primeras formas de sociedad de comerciantes, aportando capital y distribuyendo sus beneficios), que ayudaba a distribuir los riesgos de ultramar de los viajes comerciales.

En el siglo XIII, en Venecia desarrollaron datos para estimar la probabilidad de pérdida en algunos negocios, seguros marítimos o contratos que mantenían altas especulaciones. Para disminuir el riesgo marítimo invertían en viajes a diversas partes. Estas prácticas usadas para organizar el comercio marítimo, continuaron guiando la expansión oceánica en 1492.

1.1.4. Las Finanzas Corporativas en la Edad de la Exploración Global.

La capacidad de generar riqueza del comercio internacional, cambió radicalmente en el siglo XV, con los descubrimientos oceánicos. El proceso empezó con el portugués que animó al Príncipe Henry de Inglaterra, a iniciar una ruta de comercio con la Costa de Oro en África 1482.

En 1482, Bartolomé Díaz, fijó el Puerto de Buena Esperanza, que sirvió después como la base para el viaje de Vasco Da Gama, a Calicut en la India. En 1492, el capitán Christopher Columbus,

encontró América mientras buscaba una ruta Occidental con Asia, en nombre de Fernando e Isabel, Reyes de España. En 1500, Pedro Álvarez Cabral, comandó un viaje que primero aterrizó en Brasil y luego en India.

Los horizontes económicos se extendieron por el aumento del conocimiento geográfico, crearon un ambiente favorable para el desarrollo de organizaciones innovadoras, capaces de dirigir las actividades comerciales complejas y a largas distancias. Esto hizo que Inglaterra y los centros comerciales de Europa alcanzaran una gran madurez financiera.

2. Formación de las Primeras Sociedades Accionarias.

2.1. El Surgimiento de las Joint-Stock.

El uso de *stock* transferibles de propiedad, era una idea que había penetrado en los negocios europeos hacía mucho tiempo. Este tipo de *Joint Stock* se comenzó a utilizar en *Ventures* extractivas como las Minas de Siena, Styria y Francia.

Este instrumento permitió que el capital dejara de ser estacionario y se convirtiera en un instrumento sin fronteras. Se desarrollaron estructuras administrativas más eficientes, además aumentó las capacidades de las empresas, se hicieron más agresivas para coordinar y controlar su funcionamiento.

Durante la fase de exploración, las compañías de la India Oriental⁴, evaluaron cuidadosamente los potenciales mercados asiáticos, engranando sus prácticas administrativas, buscando reforzar la eficiencia operacional, estableciendo más interés a la estructura orgánica de sus negocios.

Las compañías que emergieron bajo la modalidad de Joint Stock hicieron fuertes alianzas con los gobiernos, incursionando en nuevos mercados extranjeros, además contribuyó al crecimiento económico de los gobiernos. Durante la monarquía Stuart, en Inglaterra se dieron los primeros monopolios, en los cuales el estado concedía el poder para explotar algún nicho de mercado.

Los mercados financieros comienzan a tomar forma, apareciendo primitivos instrumentos de cobertura, tales como: contratos a futuro, tipos de cambio, opciones. Según los historiadores, cerca del año 1530 se inició en *Amsterdam*, la primera bolsa de valores en la cual se transaban acciones, siendo uno de los centros más desarrollados en términos de valores. Paralelo a este evento, se emitían ya en Inglaterra y Holanda, notas de demanda negociables, las cuales estaban amparadas

con piedras preciosas, oro, joyas y monedas. Impulsando el surgimiento del cuasi dinero en la economía de esa época.

2.2. Historia de los Derivados Financieros.

La industria de los derivados financieros ha resultado tener un mercado potencial, independientemente de las regulaciones impuestas para frenar los abusos de algunos. Según la historia, cerca del año 1600 en Holanda, ya comenzaban los derivados financieros de forma primitiva, es decir el génesis de esta floreciente industria de cobertura.

Producto de la prosperidad comercial y el gusto por las flores exóticas, ayudaron al incremento de la especulación. El precio de los tulipanes crecía ilimitadamente, en 1637, un lote de 40 bulbos de gran rareza se vendía por 90.000 florines. Esto generó la ilusión de que siempre se ganaba en el mercado del tulipán, independientemente del precio de compra, alguien siempre estaría dispuesto a pagar más. Personas de todas las clases sociales se lanzaron a comprar bulbos de tulipán, deshaciéndose de sus bienes básicos, con la esperanza de revenderlos. Entonces la burbuja estalló y los precios comenzaron a caer en picada, no hubo manera de recuperar la inversión: todo el mundo vendía y nadie compraba. Se habían comprometido enormes cantidades para comprar flores, que ahora no valían nada. La bancarrota golpeó todas las clases sociales, quebrando la economía.

En 1630, los feudales de Japón vendían a los comerciantes tickets de arroz, que amparaban la producción de sus parcelas, haciendo fluir el dinero por anticipado. En 1836, se ejecutaron contratos, donde a viva voz se pactaban los precios, determinado la entrega de cereales; con el tiempo se pasaron a opciones *put*⁵ y *call*⁶, evolucionando los futuros y operaciones con *swaps*⁷.

Irónicamente, en los años 30's 40's, la gran estructura de regulación financiera, dirigida a algunos tipos de innovaciones financieras, realmente sirvió para estimular el proceso en otras dimensiones. El ejemplo más sorprendente de innovación es el *swap*, instrumento financiero en el cual una empresa canjea obligaciones a una tasa fija, por obligaciones a tasa flotante de otra.

El origen de este sistema fue el intercambio de viviendas, iniciado por ingleses que viajaban al exterior y que tenían limitadas cantidades de dinero para llevar al extranjero. Dos semanas de alojamiento gratuito en un apartamento de Londres, podría compensar a un turista Frances, por una estadía similar en un apartamento en Paris.⁸

Dentro de algunos derivados podríamos mencionar los contratos a plazos, según los cuales se acuerda entregar cierta cantidad de un activo a un precio y fecha determinada. Contratos de futuros, donde las partes se obligan a comprar o vender un activo específico en una fecha futura a un precio establecido previamente. Contratos de opciones, el derecho de comprar (call) o vender (put) y las famosas operaciones con swaps, compra y venta simultánea de obligaciones.

Los derivados han aportado mucho a las finanzas desarrollando las coberturas, ahora se utilizan derivados de carácter social y medioambiental, como los derivados de las cosechas de maíz, bonos por emisión de gases, temperaturas de algunas ciudades. Pueden utilizarse para especular, pero generalmente son usados para realizar coberturas, lo que disminuye el riesgo de la cartera. Para su utilización es necesario establecer políticas para el control y administración de los riesgos, que brinden la información necesaria para quien invierte en derivados.

3. La Era Industrial

En el siglo XVIII, se observaron dos eventos que dieron un giro a la humanidad: la revolución francesa y la revolución industrial. El resquebrajamiento de la era de los imperios y el surgimiento del poder económico financiero, influenciaron modelos de pensamiento económico en Gran Bretaña también facilitaron el cambio: la creencia en la eficacia del mercantilismo. Esto provocó el nacimiento de ideas y doctrinas como las de *David Ricardo*, *Adam Smith*, entre otros, necesarias para impulsar una nueva economía, haciendo mejor uso de los recursos e iniciando la producción en serie, con el uso de la máquina.

“Los ferrocarriles y canales en Gran Bretaña y Estados Unidos se vieron como mejoras públicas, cuyo establecimiento era vital para reforzar las fortunas económicas locales. Éstos eran los eslabones vitales para los mercados del mundo, que estaban uniendo a las comunidades más remotas. En los Estados Unidos, el gobierno proporcionó ayuda tempranamente para la construcción del ferrocarril. Entre 1815 y 1860, tres cuartas partes de los \$188 millones invertidos en los ferrocarriles, se financió a través de la deuda emitida por el estado y las municipalidades”⁹.

Además de ser un medio eficaz de transporte, los ferrocarriles dieron una oportunidad de mantener los fondos en un activo tangible, lo cual permitió a los inversionistas observar el funcionamiento diario y la utilidad del mismo.

“Dos bancos americanos eran los líderes en las finanzas del ferrocarril en 1890’s. Ellos eran a) *J. P. Morgan & Cia*, los cuales tenían sus principales conexiones con Londres y París, b), *Kuhn-Loeb & Cia*, con los contactos en Ámsterdam, París y Fráncfort.”¹⁰

Si se quiere ver esto en términos modernos, se podría decir que fue un *boom* en la economía, parecido al impulso del Internet en los noventa. Incentivando la inversión, producto de las expectativas del magno desarrollo de la Web.

Los adelantos de las comunicaciones, como el telégrafo (1837), el teléfono (1876), permitieron la transmisión rápida de información sobre asuntos financieros. El surgimiento de periódicos y publicaciones especializadas, proporcionaron información de las industrias emergentes de la época. En Londres se desarrollaron secciones financieras, y revistas especializadas de la industria, ejemplo de estas: *Revista de Banquero* (1844), la *Crónica de Inversionistas* (1860).¹¹ Estas innovaciones redujeron el riesgo de pérdida, ya que fluía la información más rápido, ayudando a tomar decisiones más acertadas.

3.1. El Financiamiento de las Sociedades en la Era Industrial.

La *stock preferent*¹², es una de las más grandes innovaciones en instrumentos financieros de Inglaterra, comenzó su metamorfosis de *security* a un instrumento de ingreso fijo. Proporcionó los medios para levantar el capital adicional para la construcción de canales y ferrocarriles. En 1849, el 66% del capital total de los ferrocarriles británicos se financiaron con *stock preferent*, que garantizaban un interés razonable, y los dividendos estaban sujetos a la probabilidad de utilidades.

En cuanto a valoraciones, la más problemática fue la del *equity*¹³, porque dependían de las proyecciones de ganancias futuras y disponibles para pagar dividendos.

Desde la perspectiva de los gerentes, la *stock preferent* y el empréstito eran ventajosos, porque no reducían la capacidad de mando. Las opciones de financiación fueron influenciadas por el aumento en la cantidad de *equity* adquirido por los gerentes.

Durante los últimos veinte o treinta años, los instrumentos financieros han dado muestra de una evolución extraordinaria, pero estas han sido perfeccionadas en la historia de las finanzas.

3.2. El Surgimiento de la Gerencia Capitalista, 1900- 1940.

Los gerentes profesionales, adquirieron pequeñas porciones de capital, fueron adquiriendo capacidad para la toma de decisiones. La influencia de las familias fundadoras era frecuentemente eclipsada por sus generaciones sucesivas, a las cuales les faltó la habilidad para manejar los asuntos corporativos. A través de la adquisición de acciones los gerentes fueron adquiriendo mayor protagonismo, estaban generalmente relegados al rol de *rentiers*¹⁴ quienes con el tiempo ejercitaron pequeños poderes en el *corporate governance*¹⁵.

Durante este período, la generación de la electricidad se transformaba de una función corporativa a una *utility*; es decir un servicio público que ofrece un bien básico o *commodity*.”

Samuel Unsell, a inicios de 1900, revolucionó la industria de hacer negocios, promoviendo el abandono de la generación individual de la electricidad e impulsando a los proveedores externos para la generación y producción a gran escala. Consiguiendo con este nuevo mercado, no solo disminuir los costos para las empresas, sino ayudar a las gerencias a enfocarse en sus verdaderas funciones, dinamizando de esta forma la nueva economía naciente.

“El desarrollo de nuevas estrategias de negocios y estructuras organizativas de las principales empresas de América, hizo florecer el sector industrial, incrementando la eficiencia y reduciendo el riesgo. Estas estrategias surgieron dependiendo de la definición de su *core business*¹⁶; este proceso es ejemplificado en la historia de Ford Motors Company, la cual impulsó la producción en serie conocida como *fordismo*. Consistía en instalar una cadena de montaje que transportaba el producto de obrero a obrero, optimizando tiempo y recursos. Algunas firmas tales como Du Pont Company¹⁷, eran flexibles por sus Core Technologies a la adaptación de estrategias de diversificación en otras industrias, que incluyeron la química, petróleo, electrónicos, equipo eléctrico y maquinaria”.¹⁸

El incremento a gran escala de mercados públicos de acciones comunes, fue un fenómeno post Primera Guerra Mundial. El capital accionario era transferido de propiedad entre círculos limitados de negocios y familias. Los *accionistas* fallaron cuando no pudieron cubrir los llamamientos de capital, tampoco se preocuparon por eso, no consideraron que fuese un riesgo importante. Permitiendo que los gerentes obtuvieran parte del capital por tanto tiempo limitado a grupos de inversionistas.

Con el uso de deuda y acciones preferentes, se hizo necesario estandarizar la información financiera. Los reportes financieros proporcionaron información a los modernos mercados de capitales. El valor en libros como una guía para valorar las inversiones en acciones comunes, tenía una fuerte base lógica, el valor nominal y las utilidades.

Producto de los esfuerzos por resguardar los intereses del público en 1900, se estableció la estandarización y regularización, requiriendo que registraran sus declaraciones financieras certificadas por un auditor independiente, y en 1908, la legislación requirió reportar periódicamente declaraciones a la Cámara de Comercio de los Estados Unidos.

El crecimiento de las instituciones de regulación gubernamental durante 1930, impulsó reformas a los mercados de *securities*, incrementando las responsabilidades legales de los agentes de mercado. Un ejemplo es la Ley *Glass Stegal* (1933), que prohibió a los bancos la participación directa en el mercado bursátil, separando tanto las actividades típicas de intermediación financiera, como los bancos de inversión y desarrollo, evitando los usos incorrectos de los fondos públicos.

3.3. El Financiamiento de las Grandes Empresas 1940-1973.

La importancia de las grandes empresas desde un punto de vista de la historia financiera, deriva de sus robustas capacidades industriales, las cuales tuvieron una contribución fuerte en la economía de los Estados Unidos. Además representan las principales clases de empresas, que figuró en el desarrollo de finanzas de la sociedad contemporánea.

Con respecto al comercio y las finanzas internacionales, se crearon tres instituciones que eran factores críticos de reactivación de la economía global.

El Fondo Monetario Internacional (FMI), entre sus funciones tiene facilitar la expansión y el crecimiento del comercio internacional, así como la colaboración en los problemas monetarios. La segunda institución, El Banco Mundial (que originalmente era conocido como Banco de Reconstrucción y Desarrollo), proporcionaba préstamos a largo plazo, normalmente para infraestructura, plantas de energías e hidroeléctricas. Finalmente el GATT (Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio)¹⁹, buscando ventajas en la especialización del comercio internacional.

Estas instituciones fueron creadas con el fin de contribuir al desarrollo dentro y fuera de los Estados Unidos, proporcionando a las empresas mayor apoyo para expandir sus negocios a mercados extranjeros.

El procesamiento de la información, floreció beneficiándose de las mejoras en radares y tecnologías de comunicación; la industria farmacéutica con nuevos productos como la penicilina y drogas del sulfa. Todos estos avances que se habían logrado después de la guerra, aumentaron las oportunidades de consumo personal, la fuerza laboral, encausando la economía a dejar los años de la depresión y encaminarse en un nuevo rumbo.

La planificación financiera de las empresas en un principio estaba ligada con la supervivencia de su negocio. Los flujos internos financiaban sus proyectos, y estas medidas se enfocaban en evitar intrusos o que personas ajenas pudieran tomar decisiones en la empresa. En vista de las condiciones cambiantes de las economías, ven la necesidad de buscar nuevos capitales, diferentes a los préstamos bancarios, enfocándose en el mercado bursátil. Un ejemplo de esto es General Electric Company, esta empresa se había financiado en los mercados bursátiles. En 1984 cuando compró a Electronic Data System (EDS) y en 1985 compró a Hughes Aircraft Company. La adición de Hughes, fue financiada con acciones que pagaron en efectivo y otra parte con acciones de diferente categoría. De esta forma todas las emisiones de acciones tenían un poder de voto diferente, desde un octavo hasta medio voto.

4. La Base Cognoscitiva de las Finanzas Corporativas.

Las decisiones de inversión, fueron enriquecidas por la base cognoscitiva aplicadas a los negocios en materias financieras. Cuatro aspectos de estos desarrollos fueron los más sobresalientes:

Primero, mejoraron las comunicaciones en las finanzas, el refinamiento de principios de contabilidad generalmente aceptados, y una clara definición de las responsabilidades profesionales de contadores y auditores independientes, que intervinieron en las declaraciones corporativas. Segundo, la proliferación de las revistas especializadas y periódicos, elevaron el conocimiento de los inversores sobre los asuntos de negocios. Tercero, los nuevos medios electrónicos que instantáneamente transmitían grandes cantidades de datos, que agilizaron las transacciones de los mercados financieros. Cuarto, las finanzas estaban vigorizadas por el fortalecimiento de la educación, la profesionalización y florecimiento de las investigaciones académicas.

El mayor problema de los reportes financieros, era desarrollar un modelo con medidas estandarizadas de la información. Los ingleses tenían una estructura contable enfocados principalmente a responder a requerimientos impositivos. En Francia, las prácticas se alineaban a un régimen corporativo, en Alemania, se enfocaban en la contabilidad del costo. En los Estados Unidos, los reportes financieros buscaban proporcionar medidas precisas, para el cálculo de ingreso neto, una variable crucial en la evaluación de acciones ordinarias.²⁰

Los estándares contables, tuvieron que reflejar con precisión las complejidades de los procesos económicos y de la corporación moderna. Un ejemplo eran, las dificultades encontradas en la promulgación de reglas de pérdidas contingentes, impuestos, ingresos y otras responsabilidades corporativas, el problema del reconocimiento de utilidades en el largo plazo, problemas de valuación, los desembolsos futuros dirigidos como investigación-desarrollo y promoción del producto.

En los Estados Unidos, la responsabilidad de las funciones de estandarizar los informes financieros, la tuvieron inicialmente tres comités: American Institute of Certified Public Accountants(AICPA, el cual era conocido como American Institute of Accountants hasta 1959); el Comité de Procedimientos Contables (1936-1959) y el Accounting Principles Board(1959-1972). Esos avances iniciaron la formación de las normas FASB,²¹ las cuales se volvieron el nuevo punto focal para la regularización, además se emprendió un proyecto ambicioso para definir la estructura conceptual básica para la contabilidad financiera.²²

El AICPA, también tomó pasos para recobrar la confianza del público. Nuevas normas de auditoría fueron emitidas para estandarizar las prácticas. Durante 1970, la reorganización nacional comenzó a requerir las revisiones de calidad en la práctica, para que las empresas de auditores mantengan un número de profesionales con experiencia en las divisiones de la firma.²³

Los modernos métodos de contabilidad eran derivados de la práctica, la base de contabilidad todavía busca aproximar al largo plazo los aparentes modelos de flujos de las empresas. A Principios del siglo XX, se mantuvo una desconfianza de las acciones comunes, por la falta de información útil para la valuación de futuras ganancias. El retorno del dividendo era el factor inseguro de la inversión, porque la carencia de información formal, era racional para inversores que valuaban acciones comunes basados sobre los dividendos.

La profesionalización de las finanzas, progresó por las reformas a la educación. Sus roles en la educación profesional, comenzaron formulando teorías que explicaban aspectos de los fenómenos financieros. Un pionero de este trabajo es *M.H. Markowitz (1959)*, que relaciona la eficacia de la inversión y el riesgo a través del portafolio diversificado. *Sharpe* en 1963 y *J. Linther* en 1965 trabajos de riesgo sistemático y el riesgo no sistemático, mejoraron la estructura del *trade off* evaluando entre riesgo y retorno.

Los trabajos teóricos de Fama, M.Modigliani y *M. Miller*, expusieron las conexiones entre la información y eficacia del mercado. En 1973, *F. Black* y *M. Sholes* formulan los modelos de opciones. Después de esa década *W. H. Meckling* y *M. C. Jensen* plantean las preguntas serias sobre la eficacia del mercado, comprendiendo la decisión de financiación corporativa. La fuerte actuación en la economía real y la expansión de las bases cognitivas de finanzas, contribuyeron a restaurar la confianza de los inversores en los mercados de *securities*.

5. Principales Aportes Teóricos a las Finanzas Corporativas.

A comienzos del siglo XX, las finanzas surgieron como un campo independiente de la economía, cuando los primeros industriales como Rockefeller y Du Pont, crearon las grandes corporaciones industriales. En la década de los 30's, durante la gran depresión, la visión sobre las finanzas cambió, el interés, concentrándose en temas de quiebra, y reorganización de las empresas. Aunque en los años 40's, la enseñanza de las finanzas continuaba siendo sólo de tipo descriptivo y conceptual, en los años 50's y los 60's, se empezó a otorgar mayor importancia al análisis teórico en la búsqueda de la maximización del beneficio.

Los cimientos podríamos decir que tienen sus inicios con el trabajo teórico, realizado en 1920 por *Mckinsey* y *Meech*.. Mas tarde, en la décadas de 1950, observamos que *Markowitz (1952,1959)*, aporta sobre la teoría de portafolios, que pasaron siete años para que reconocieran su trabajo. Otro destacado trabajo es el de Franco *Modigliani* y *Merton Miller (1958)*. En el que se define que el endeudamiento de una empresa en relación con su capital propio no influye en el valor de las acciones. Mas tarde en 1963, rectifican su modelo, incorporando los impuestos de las sociedades.

Proyectos de programación lineal, técnicas de simulación o árboles de decisión realizados por *Hilliers(1963)*, *Hertz (1964)* y *Maage (1964)*, abordan el estudio de las decisiones de inversión en ambientes de riesgo. *Sharpe (1964,1967)*, *Linther(1965)*, *Mossin (1966)* o *Fama (1968)*, continuaron investigando sobre las carteras optimas de activos financieros iniciada por *Markowitz*.

La teoría de valoración de las opciones, tuvo origen con las investigaciones de Black y Scholes en 1973, estos autores demuestran que los factores que determinan el valor de una opción son el precio actual del título, el precio prefijado, el tipo de interés libre de riesgo, la volatilidad del título y el período de ejecución.

Además de los aspectos cuantitativos de las finanzas, otros aportes fueron la teoría de la Agencia, la cual se inicia con las investigaciones de Jensen y Meckling (1976). En la cual se retoma las relaciones de los accionistas o propietarios del capital y los directivos o administradores.

Un nuevo enfoque aparece, las finanzas conductuales conocido como *Behavioral Finance*, iniciado por Daniel Kahneman de Princeton University, estudiando comportamientos o conductas irracionales que se llevan a cabo en los mercados. También se puede observar muchas violaciones a los modelos sobre la supuesta racionalidad de un inversionista, en las operaciones del mercado.

En la década de los ochenta y noventa, es brillante la investigación teórica y metodológica, así como la diversidad de validaciones empíricas, con sofisticados modelos de valoración, mayor uso de técnicas matemáticas y de la informática.

La teoría de Markowitz, no se limitó a tomarle una fotografía a los mercados, fue capaz de medir el funcionamiento de los mercados, diseñando portafolios más eficientes.

Respecto a la historia en su libro Donal McKensie, cuenta dos historias. Primero, se detallan algunos cambios significativos en las prácticas observadas en el mercado financiero desde principios de los 70's. Segundo, se relata el surgimiento de lo que en ese entonces aún constituía una nueva disciplina: La Economía Financiera (EF), que tiene sus inicios a principios de los 50's. La tesis de este libro aborda el mundo de las finanzas y del *investment*: "La economía financiera ha hecho mas que meramente analizar los mercados; también ha contribuido a cambiar su comportamiento", según McKensie, las nuevas teorías eran mayormente "prescriptivas, no descriptivas: le indicaban al inversionista racional qué debía hacer, en lugar de describir lo que ellos hacían en la práctica", agrega. Antes de la introducción de los conceptos, surgidos de los ambientes académicos, los métodos de inversión habían sido desarrollados por los *practitioners*. Por ejemplo, se rastrea el "modelo de descuento de dividendos" hasta sus orígenes, en 1930.

Mckensie, ofrece un relato muy detallado de las nuevas ideas, tales como las “proposiciones de irrelevancia”, de Modigliani- Miller, la moderna teoría de portafolios, el CAPM, la HME, y el “modelo de valoración de opciones”, de Black-Scholes. Inicialmente todas esas teorías, enfrentaron gran resistencia por parte de los economistas académicos y de los *practitioners* del *investment*.

En la academia, los economistas financieros inicialmente se movían dentro del vibrante ambiente de las escuelas de negocios, y no en los sobrios departamentos de economía. La mayoría de la corriente principal de economistas se refería a estas nuevas teorías como meras aplicaciones de las matemáticas y no de la economía.

Pero la “matematización” de las finanzas eventualmente encontró su paralelo en la economía. Por ejemplo, Mckensie establece la “afinidad” entre la “teoría de las expectativas racionales” y la HME. De tal forma que para los 90’s, la EF se había convertido en uno de los “temas centrales” de la economía. El acto crucial de toda esta saga, fue el Premio Nobel otorgado a Markowitz – Miller-Sharpe, en 1990.

Cuando las nuevas teorías comenzaron a desarrollarse, a principios de los 90’s, los dos enfoques dominantes entre los *practitioners* eran el “análisis técnico” y el “análisis fundamental”, acusados por las nuevas teorías de ser “espurias”, y “de poca, o ninguna, utilidad práctica”. Los *practitioners*, en parte impulsados por el boyante mercado de fines de los 60’s, solo comenzaron a interesarse en estas nuevas teorías hasta principios de los 70’s. Su aplicación más directa consistió en la introducción de los *index funds*²⁴, aunque también comenzaron a ser aplicadas más sutilmente en la forma de “*covert index Tracking*”²⁵ por los gestores más agresivos.

Mckensie, también explora el impacto de las nuevas teorías sobre dos grandes crisis financieras: la de octubre del 87, y la bancarrota del *hedge fund* conocido como *Long Term Capital Management*(TCM), argumentando sólidamente que los participantes del actual mercado, subestiman demasiado cuan cerca estuvimos en 1987 de un total colapso. McKensie considera que el afortunado escape de esa crisis se debió a que a diferencia de la crisis del 29, la del 87 no fue seguida por una recesión mayor. Más aún, la “memoria institucional” de la última crisis, se refiere meramente a un sesgo en la valorización de las *options*, constituyente de una desviación de los resultado de las aplicaciones del modelo de Black Scholes; que, por cierto, aún no existía.

McKensie, al referirse al fracaso de LTCM, afirma que no se debió a una imprudente toma de riesgos por parte de los accionistas de ese fondo, o a una fe ciega en los modelos financieros utilizados. Tampoco al apalancamiento utilizado por LTCM, el cual ascendía a 27:1, no mayor al promedio de los cinco más grandes bancos de inversión de esa época. Aún mas, McKensie culpa la amplia imitación de las posiciones de LTCM y de la metodología de inversiones por parte de otros participantes. Esta imitación condujo, en efecto, a un “súper portafolio” que comenzó a cambiar sus posiciones en un vuelco a la calidad que sucedió al repudio de su deuda por parte de Rusia, después de agosto del 98. McKensie le ha denominado a este proceso, la “sociología del arbitraje”.

6. Las Empresas y los Mercados Financieros.

Mantener un objetivo enfocado en el valor de los accionistas, o en la riqueza de la empresa de manera sostenible, en lugar de los precios de las acciones, o el precio de mercado de la empresa, tiene una gran ventaja, ya que no depende del desempeño de los mercados financieros. La ventaja de moverse desde la maximización de la riqueza de los accionistas para maximizar el precio de las acciones es bastante obvia.

El problema de los precios de mercado, es por supuesto, que los mercados pueden equivocarse. Existen dos barreras potenciales para usar el precio de las acciones como medida del éxito administrativo. La primera, es que la información es lo que permite a los mercados ser eficientes. El segundo problema, consiste en que muchos teóricos de las finanzas y *practitioners*²⁶, argumentan que los mercados no son eficientes, aun cuando la información este libre y disponible. En vista que los mercados se pueden equivocar, no podemos utilizar los precios del mercado como índice del desempeño de la empresa. Ligado a esto podríamos formularnos la siguiente pregunta:

Puede usted ganarle al mercado?

A finales de los 60's, en una reunión a *Peter L. Bernstein*, le pregunta *Bill Sharpe*, ¿Puede usted ganarle al mercado? Quedó asombrado con la pregunta. ¡Cómo era que alguien podría siquiera formularla!. En ese entonces simplemente no existía la idea de que ganarle al mercado, ni era algo por lo cual preocuparse.

Antes de *Black*, *Myron Scholes*, *Robert Merton*, se adolecía de una teoría de valoración de opciones, solo existía empirismo y folklore, se desconocían los procesos de valoración y la cobertura de riesgo.

Los inversionistas, no siempre y en todas las circunstancias actúan racionalmente. En principio están totalmente equivocados acerca del precio correcto. Sin duda, aún la noción de los mercados eficientes de que existe un precio de equilibrio, o un precio correcto es falsa. El mundo se mueve tan rápido que el precio de equilibrio de hoy, no puede ser el mismo que el de mañana.

Todo esto de ganarle al mercado, o si el mercado es eficiente, se puede observar en un extraño feedback en dos vías entre la teoría y nuestra propia conducta de mercado. Los sociólogos utilizan el término para describir la relación entre ambas. *Performativity*, o sea, algo parecido a una “*profecía auto cumplida*”.

Cuando la gente lee sobre una determinada teoría, y cree en ella, comenzará a comportarse de conformidad a la misma (parecido al efecto Pigmaleon). A medida que aprendemos acerca de la teoría de portafolios, y leemos a *Markowitz*, *Fama* u otros, comenzaremos entonces a comportarnos conforme sus ideas. Por tanto, si aceptamos que el mercado es eficiente configuraremos los portafolios de una manera particular y comenzaremos a considerar cuán capaces somos realmente de ganarle al mercado. Luego encontraremos otros modelos en los cuales creer y nuevamente haremos que funcionen en nuestros propios procesos de decisiones.

Podemos admitir que la hipótesis del mercado eficiente, puede que no sea la más precisa descripción de la realidad, o que el mercado en sí mismo, realmente no es eficiente. Pero por el momento, ese criterio constituye el estándar mediante el cual juzgamos el comportamiento del mercado y medimos el desempeño de los gerentes.²⁷

George Soros, en su libro, “La Crisis del Capitalismo Global”, desarrolla este término como reflexividad. La reflexividad conecta el pensamiento con la realidad; pertenece a los dos campos, quizá por eso ha sido ignorada durante tanto tiempo.

El mundo en que vivimos es sumamente complejo. Para formar una visión del mundo y que pueda ayudarnos a tomar decisiones, debemos simplificar. El uso de generalizaciones, metáforas, analogías, comparaciones, dicotomías y otras construcciones mentales, que sirven para introducir cierto orden en un universo por lo demás confuso.

La realidad no está dada, se forma en el mismo proceso que el pensamiento de los actores: Cuanto más complejo sea el pensamiento, más complicada se vuelve la realidad. El pensamiento

nunca puede ir a la par que la realidad, ésta es siempre más rica que nuestra comprensión. Tiene la capacidad de sorprender al pensamiento y el pensamiento capacidad de crear la realidad.²⁸

La teoría económica, ha promovido realmente la tendencia al equilibrio, ignorando la reflexividad y potenciando la importancia de los fundamentos. La conciencia de la reflexividad solo sirve para aumentar la reflexividad, a menos que las autoridades sean igualmente concientes e intervengan cuando la inestabilidad amenace con irse de la mano.²⁹

7. Importancia de los Dividendos.

Durante la historia de las finanzas, los dividendos siempre han jugado un papel muy protagónico en la recuperación del capital invertido. Al inicio la inversión estuvo ligada a una recuperación del capital más sus rendimientos. Con el tiempo los dividendos fueron utilizados en los métodos de valuación de acciones, además producto de las asimetrías, la información de los dividendos fue muy valiosa y difícil de conseguir.

La creciente confianza, la continúa prosperidad y un conocimiento creciente basado en asuntos de negocios, ayudaron a reavivar los mercados financieros. El número de *shareholders* en los estados Unidos, fueron declinados desde 10 millones en 1930, a 6 millones en 1952, rebotando increíblemente a 20 millones en 1965.

En los estados Unidos, durante el siglo XX, el promedio del rendimiento de los dividendos, excedió la proporción de interés de bonos del gobierno hasta 1959. Una excepción breve ocurrió durante el verano de 1929, cuando las tasas de interés rozaron los bonos. Se había esperado que el rendimiento del dividendo se comparara con las tasas de interés del pasado. En 1926, el promedio del rendimiento de las acciones era del 7%, y los rendimientos corrientes eran del 4.5%.

La política de impuesto sobre los ingreso, contribuyó al declive relativo de dividendos, sobre todo con los inversores de fondos, que preferirían la apreciación del precio accionario, en lugar de los pagos de dividendos actuales.

7.1. “Jugo de Naranja Congelado”

Las ganancias que los gerentes y contables reportan con tan aparente precisión, son estimaciones construidas sobre bases muy frágiles. Como lo vemos en anuncios de utilidades,

ese juego de acumulación de ganancias lo usan para elevar el precio de las acciones. ¿Pero quién nos puede asegurar el incremento en el precio de las acciones?

Por ejemplo, las ganancias cayeron en un 12 %, entre 1955 a 1961, mientras que el precio de las acciones aumentaba a un 59%, en promedio. Mas adelante, las ganancias aumentaron 54%, entre 1969 a 1974, mientras que los precios caían en un 26%.

Los gerentes administran las empresas, por lo tanto saben donde estas las necesidades de capital en las empresas. Durante los 50's, IBM otorgaba dividendos de más del 20% de sus ganancias, un porcentaje muy satisfactorio, hasta el punto que en 25 años, la acumulación de dividendos sextuplicó el precio de recompra original de 1956.

No existen justificaciones para que las gerencias retengan las ganancias, los gerentes deberían distribuir el 100% de las ganancias. Luego, tendrían que ir a los mercados y pasar “la prueba del ácido”, tratando de conseguir el financiamiento para nuevos proyectos. “Solo el mercado te dirá, si un proyecto tiene posibilidades de generar buenos ingresos en el futuro”, de ser así obtendrás los recursos necesarios o las críticas respectivas.

¿Por qué actualmente la demanda por dividendos es tan baja?

Este fenómeno se describe como, el “síndrome del jugo de naranja congelado”. Es decir, toda una generación ha crecido tomando solamente jugo de naranja congelado piensa que su jugo solo existe así, congelado.

Hubo un tiempo en que existían cosas tales como el jugo de naranja realmente fresco, con elevados ratios y altos rendimientos. Cerca de 70 años, desde 1871 hasta fines de los 50's. La apreciación del capital invertido era muy satisfactoria, pero los dividendos importaban aún para quienes estaban en las categorías altas de impuestos.

El precio de las acciones se había triplicado desde la época de los treinta, el paradigma cambió a inicios de los 60's. Para los inversionistas jóvenes, las ganancias de capital llegaban mucho más rápido y suponían menos impuestos; además proporcionó a los fondos de pensiones la posibilidad de utilizar los ingresos en un futuro lejano.

Las importantes innovaciones crearon un paraíso para los *traders* con estrategias y arbitrajes complejos, dejando de ser un sitio donde la gente vaya simplemente a recortar cupones y a poner a buen resguardo sus certificados. Muchos esperan que pueda existir una generación de inversionistas, que se atrevan a repudiar el jugo de naranja congelado.³⁰

8. Cambios Institucionales y las Finanzas Corporativas.

8.1. Historia de los Fondos Mutuos.

Los 60 años que han transcurrido desde la creación de la industria de los Fondos Mutuos (FM), han sido sometidos a una especie de evolución de acuerdo a los cambios en el mercado financiero. En 1940, se regía a cumplir la *investment Company Act*, la cual establecía que los Fondos Mutuos deberían “organizarse, operarse y administrarse”, según los intereses de los *accionistas*, es decir concentrada en el *stewardship*³¹.

En 1945, el 90 % de los activos de la industria estaban representados por fondos de renta variable y fondos ponderados, en la actualidad representan el 55% aproximadamente de esos activos. Los 68 fondos mutuos de 1945, ahora se han convertido en 8200, ofreciendo objetivos y estrategias diseñadas para converger con casi cualquier meta de inversión imaginable. Ahora con sus 455 fondos especializados, enfocados a segmentos industriales bien definidos; Por ello, para bien o para mal, la selección de FM's se ha convertido en todo un arte.

Desde 1945 a la fecha, han existido grandes cambios en su forma de administración, por ejemplo: los fondos eran manejados por comités de inversión, pero estos fueron desplazados por gestores de cartera de la nueva economía, más agresivos y enfocados a fondos de alto rendimiento. Desde 1945 a 1967 la rotación anual de portafolios promediaba un 17%, en la actualidad la rotación es de 110 % anual, es decir los fondos son más especulativos buscando el rendimiento a corto plazo.

Al igual que los cambios en la naturaleza de los mercados financieros, los fondos mutuos nacen y desaparecen, además la propiedad accionaria de los fondos ha cambiado desde que comenzaron las oleadas de *IPO's*³². Fueron adquiridos por los bancos y compañías de seguros, ambiciosas de aprovechar las nuevas oportunidades de entrar al negocio de atractivos *Premium*.

La despersonalización de los fondos en el trato con sus accionistas, esta siendo combatida por otra vía, ya que también existen fondos éticos, en los cuales los accionistas están concientes que

sus inversiones se invierten conforme a sus valores y ética. Buscando con esto anteponer la responsabilidad sobre la rentabilidad.

8.2. Los Conglomerados Financieros.

Durante la última mitad del siglo XX, dos nuevos tipos de organización comercial surgieron para atraer el capital de inversión: el conglomerado y las sociedades *LBO's*³³. De esta manera, conglomerados y *LBO's* compartieron objetivos ampliamente similares; pero las circunstancias y razones que apoyaron su formación difirieron grandemente.

Inicialmente los conglomerados buscaron la diversificación a través de la compra o acumulación de empresas de diferentes rubros, aprovechando las sinergias, cash flows de empresas maduras, dirección, tecnología y beneficios fiscales. Los Primeros conglomerados surgieron en los años sesenta, buscaban reducir el riesgo y aumentar al máximo sus ingresos, uniendo muchos negocios heterogéneos en una misma corporación.

Algunos conglomerados crecieron adquiriendo empresas, que habían decidido abandonar sus esfuerzo de diversificación en un mercado particular. Otros conglomerados, montaron tomas hostiles a entidades que tenían valiosos recursos. Las adquisiciones de los conglomerados, eran más sensibles a la teoría del portafolio más eficaz. Sosteniendo que la diversificación era muy eficaz reduciendo el riesgo, cuando los elementos de un portafolio tenían un coeficiente negativo.³⁴

Los conglomerados buscaban “sinergias”, la eficiencia derivada de la aplicación de técnicas avanzadas de dirección, haciendo más diversificados sus productos. Cinco factores contribuyeron para lograr las metas de los conglomerados: Primero la capacidad de dirección, los avances de la tecnología de computación, la fuerte posición financiera, la capacidad de procesamiento de datos y el aprovechamiento de beneficios de los impuestos.³⁵

El paso por formar conglomerados, demostró ser transitorio, aunque el movimiento había ganado la velocidad requerida durante 1960's, alcanzó su máximo cerca de 1968 y como consecuencia comenzó a debilitarse. Las reformas al impuesto, hicieron más difícil usar los atributos del mismo o los créditos de impuesto de inversión sin usar. El Código de Crédito del Interior (IRS), prohibió el desplazamiento de los ingresos, pérdidas y créditos entre subsidiarias.

Un caso concreto tomado de *The Alchemy of Finance*: el llamado auge de los conglomerados, que alcanzó su apogeo a finales de 1960. En aquella época, los inversores estaban dispuestos a pagar un alto múltiplo de los beneficios por compañía, que pudiera producir un rápido crecimiento de los beneficios por acción. Esta consideración y el crecimiento de los beneficios, pesó más en la mente de los inversores que los otros supuestos fundamentos, como los dividendos y balances. Los inversores no pensaban de qué forma se lograba el crecimiento de los beneficios por acción, ciertas compañías lograron aprovechar este sesgo.

Decidieron usar sus acciones de alta cotización para adquirir otras compañías, cuyas acciones se vendían a un múltiplo inferior de los beneficios, lo que resultó en beneficios por la acción elevados. Los inversores se dieron cuenta del crecimiento de los beneficios y concedieron múltiplos elevados a las acciones, lo que permitió a las empresas continuar el proceso. No tardó en haber muchos imitadores, incluso empresas cuyas acciones comenzaron con un múltiplo de beneficios bajo, y aumentaron sus múltiplos solamente con el anunciar su intención en convertirse en conglomerado.

Por los años setenta, los estudiosos de economía y ley empezaron a proponer nuevas maneras de pensar sobre la relación entre los inversionistas y gerentes.

A raíz de identificar los problemas del gobierno corporativo, se iniciaron esfuerzos para impulsar reformas, por ejemplo: estructuras para evaluar las corporaciones, contratos para asegurar el ingreso de los gerentes. También indujo algunas direcciones para negociar "contratos de paracaídas," que garantizaron los beneficios económicos sustanciales en caso de la pérdida de empleo debido a un takeover.³⁶

8.3. Leveraged Buyout Partnership

Por los 1970s, una nueva generación de empresarios financieros que eran concedores de las ideas del *governance*, buscaban superar el choque entre los *stakeholder* y promover la eficiencia por medio de una organización innovadora.

Con el paso del tiempo, el espíritu de innovación financiera pasó todavía a otra forma de sociedad, las empresas de compras apalancadas (LBO's). Este nuevo tipo de organización, estaba inspirado por las limitadas relaciones dentro de la corporación tradicional. Por consiguiente, los organizadores de LBO's buscaron sostener la eficacia reunificando los intereses de *shareholders* y

gerentes. Además las nuevas ideas sobre las conexiones entre la organización y su financiación, se veían motivadas por los cambios en las leyes impositivas y regulaciones financieras.

La serie impresionante de poderes para proteger a los accionistas contra la deshonestidad y negligencia en la empresa, provino de dos fuentes: el derecho y regulaciones con efectos federales. Bajo este derecho el nexo crucial entre la corporación y los poseedores de las *shares*, era el *board*³⁷, que tenía la responsabilidad de supervisar la actuación de la dirección.

Esta supervisión, se efectuó de muchas formas desde documentar contabilidades periódicas, haciendo votaciones de accionistas en materias importantes de inversión, ratificación de estatutos, esquemas de compensación e incentivos para la dirección. Otras regulaciones impuestas fueron las multas por deshonestidad, incompetencia, malversación de información y uso de información privilegiada de la *Corporación*³⁸.

Las *LBO*'s, llegaban donde los señores del *board* y preguntaban: ¿Verdad que ya están cansados de tantos atropellos de estos gerentes incompetentes y abusivos, que se recetan paracaídas de oro?. Nosotros estamos aquí para defenderlos ya que la legislación no esta a favor de ustedes. Pero ahora las cosas cambian, porque en las *LBO*'s, el capital proviene de inversores institucionales que estaban poniendo sus propias reglas o normas.

Desde el punto de vista de los gerentes, esto era inconcebible, ya que ellos habían reinado durante tantos años haciendo todo lo que se les antojaba. Pensando, nosotros ponemos el capital intelectual de la corporación. ¿Cómo los *shareholders* no quieren remunerarnos?. Existen incertidumbres en nuestro trabajo sin un cierto grado de ética y profesionalismo, estamos sujetos a un riesgo muy alto.

Los conglomerados financieros y las *LBO*'s, utilizaron los supuestos de M&M, por las compras apalancadas y el coste de capital de 1958. *Franco Modigliani* y *Merton Miller*, fueron acreditados como los inventores de todas estas absorciones en esta modalidad; pero según ellos, es irónico dado que el mensaje central de la propuesta M&M, se centraba en que el valor de la empresa era independientemente de la estructura de capital. Los inversores no pagarían una prima por un apalancamiento empresarial, porque siempre podrían apalancar sus propias posiciones pidiendo dinero prestado a título personal.³⁹

8.4. Los Costos de Agencia.

Los inicios de los costos de agencia, son tan antiguos como las finanzas mismas, y podríamos decir que se iniciaron desde que el capitalista buscó quien le administrara su riqueza.

Pasado el tiempo, los gerentes fueron tomando parte en la empresa, no solo administrando sus recursos, sino siendo parte de ella como pequeños accionistas. Este espacio se aprovechó cuando los grandes capitalistas hacían llamamientos de capital los cuales no pudieron ser cubiertos.

En el mundo ideal, los gerentes se enfocan en Maximizar el Precio de la acción (*MPA*)⁴⁰, debido al poder que ejercen los accionistas sobre ellos, lo cual conduce a maximizar la riqueza de los accionistas (*MRA*)⁴¹. El núcleo del problema, es que los accionistas, gerentes, tenedores de bonos y la sociedad, tienen intereses e incentivos muy diferentes. Por esta razón surgen los conflictos de intereses, que se denominan costos de agencia y estos pueden destruir el precio por acción y por consiguiente la riqueza del accionista.

El supuesto de que los accionistas pueden contratar y despedir a los gerentes, aunque su justificación legal es evidente, el poder de esos mecanismos para organizar y controlar por parte de los accionistas es muy dudoso. Cuando se convocan a reuniones anuales, para la mayoría de los pequeños accionistas el costo de asistir a una reunión excede los beneficios, por lo que produce una gran cantidad de ausencia.

La junta directiva, es la instancia que supervisa la gerencia de una empresa, y en su calidad de representante de los accionistas, está obligada a asegurar que la gerencia se avoque a los intereses de ellos. Muchas veces, son los gerentes quienes establecen la agenda de las reuniones, las predicen y controlan la información.

Existe una gran cantidad de mecanismos, que los administradores de algunas empresas utilizan para resguardar sus propios intereses. Si recordamos las tomas hostiles de los 80's, algunos gerentes para evitar que las empresas pudieran ser adquiridas, compraron las acciones de las empresas en manos de esos adquirentes, este proceso se denomina "*greenmail*", y tiene consecuencias negativas para el precio de las acciones en los mercados financieros. Otra práctica anti-adquisiciones es la "*Golden parachute*", la cual es una cláusula en el contrato del gerente que estipula una jugosa compensación, en caso de perder su trabajo como resultado de una adquisición.

Algunas veces crean medidas de seguridad llamadas “*poison pills*”, se atribuyen de forma privilegiada algunos derechos sobre los flujos de efectivo, en algunas áreas que podrían resultar atractivas para los adquirentes, con el propósito de dificultar esa operación.

Los administradores pueden dañar a los accionistas de muchas formas: invirtiendo en malos proyectos, asumiendo muy poca o demasiada deuda y adoptando mecanismos defensivos. A veces no aceptan haber pagado más; o siempre encontrarán justificaciones para los elevados *Premium* pagados sobre las acciones.

8.4.1. Un Sistema diferente para disciplinar a la Gerencia.

Esto podría denominarse: sistema de *governance* basado en el mercado, en donde los inversionistas definen como se deben conducir las empresas. *Michael Porter*, líder del pensamiento sobre estrategia corporativa, ha expresado que las firmas de USA, están restringidas por la tendencia de sus inversionistas a pensar en el corto plazo y exigir rendimientos inmediatos. Actúan para disciplinar y eventualmente sustituir, a los gerentes que se equivocan y en donde el precio de las acciones constituye la medida principal del desempeño.

Una forma de reducir los conflictos entre gerentes y accionistas, consiste en compartir algo del valor generado por las empresas que ellos administran, en forma de *stock options*. Si eso se hace así, los beneficios que se acumulan para los gerentes derivados de mayores precios de las acciones, podrían ofrecer un incentivo para que ellos maximicen el precio de las acciones.

Además los accionistas deberían de estar más informados, para que puedan disponer de mejores criterios para evaluar el desempeño de la gerencia, tienen que actuar como *insiders*, teniendo una mayor participación dentro de la empresa.⁴²

9. La Breve Historia de las Grandes Ideas de Negocios.

La década de los 1970, fue miserable por la crisis del crudo y la inflación que golpeó al mundo occidental. Los japoneses habían penetrado el mercado doméstico de los Estados Unidos, encontrando un paso atrás a las empresas como GE, 3M, IBM, AT & T entre otras.

Los académicos, tomaron la dura tarea de buscarle una solución al problema, que parecía depender del *Management*. A *Thomas J. Peters*, se le encomendó la tarea de buscar en todo el mundo “las mejores prácticas de *Management*.”. *Mckinsey* y *Robert H. Waterman*, ayudaron con el proyecto que terminó en un libro: “En busca de la excelencia”, publicado en 1982.

En busca de la excelencia, ha sido el primer libro de negocios de *Blockbuster*, iniciándose de esta forma una nueva industria de gurús de negocios. Estas y otras publicaciones, trajeron esperanzas y despertaron enorme interés, dando legitimidad, impulsando ideas radicales y recuperando la competitividad. Otros autores como *Richard Pascale* y *Tony Athos*, académicos de la Universidad de Stanford, describieron el arte del *Management Japonés*". Explicaron el enfoque de las estrategias japonesas, emergiendo de la obscuridad los más notables gurús de calidad.

Otros libros como: *Estrategias de la Competitividad* de Michael Porter, derivaron un enfoque de las estrategias, fomentando ideas hasta cierto punto futuristas, ayudando a los cambios tecnológicos y la competencia global. En los libros publicados, se reflejaron los inicios de un movimiento de *Management*, viendo mas allá del análisis racional, explorando la complejidad social.

Esto cambió el pensamiento de los negocios, reconociendo el potencial humano, iniciando un lenguaje de negocios y encontrando un compromiso de aprender de los cambios.

La popularización creó un nuevo lenguaje de negocios, dando paso a un buzzword, ya que los libros lograron que los lectores pudieran leer y hablar el mismo idioma de negocios. Algunos libros según los expertos, hicieron que las generaciones tuvieran una identidad propia.

Ahora existe toda clase de literatura para cualquier disciplina, es función del lector tratar de descifrar las verdades a media, ya que muchos buscan impulsar pensamientos para activar modas.

Analizando las modernas industrias de los gurús, estas son similares a las industrias del cine y la música, se producen ideas para que sean tomadas por las masas de audiencia. La publicación de estas ideas, cada día toman menos tiempo en constituirse modas, por ejemplo entre 1950 a 1970, tardaban aproximadamente 14.8 años, en la década de 1990 tardaban 2.6 años.

Algunas ideas tiene más poder que otras para permanecer, una de las grandes ideas de negocios recientes es el *shareholders value*. Concepto que fue encendido inicialmente por el trabajo de profesores de contabilidad de Estados Unidos, afirmando que los medios tradicionales para valorar la actuación de la corporación, como el precio/Ganancia, ganancia por acción han resultado inadecuados. Algunos defienden que debe juzgarse la actuación por los ingresos económicos generados, ya que el dinero es un hecho y las ganancias son una simple opinión.

Muchos de los escándalos financieros, habían sido un contra golpe a la cultura del *shareholders value*. A raíz de esto, se presenta la CSR (Corporate Social Responsibility), pasando a ser de gran importancia en la agenda del *board*, con lo cual las organizaciones buscan cambiar la forma como

son percibidas por la comunidad. Expertos ven que cambiará el *shareholders value*, y que será representado como *stakeholders value*, en un futuro próximo. En parte es simplemente una respuesta a cambios en el mundo de los negocios.

El gran legado de la efervescencia de pensadores de los años 1980, no fueron simples herramientas. Las ideas tuvieron una influencia en los gerentes acerca del mundo, reconociendo el potencial humano, creando ventajas competitivas, un lenguaje global y buscando las mejores practicas para sostener el éxito. Esas son las lecciones que perduran.

10. ¿Qué Podemos Aprender de los 300 años a tras acerca de los Stock Markets?

Esto es el producto de una grandiosa investigación, basada en evidencia directa e indirecta desde finales del siglo XVII, hasta nuestros días. Analizando históricamente desde los inicios de la *stock exchange*, las innovaciones de los instrumentos financieros, incluyendo las imperfecciones del mercado como son las *bubbles*, y las interacción de las instituciones, en lo económico y social acopladas con el tiempo en nuevos enfoques institucionales de la historia económica.

Entre finales de 1600 y principios de 1700, emergen muchos escritos enfocados en el *stock market*, los cuales nacen como un análisis económico, con el fin de influenciar las políticas regulatorias gubernamentales, relacionadas al *stock market* y a las operaciones de los *jobbers*(negociadores). Las obras escritas sobre la *stock exchange* nos dan la única evidencia desde un punto de vista popular y profesional del comercio de stocks. Según la evidencia, toda la información era recogida e incorporada en el precio de las stocks. Harrison (1998), mostró la fluctuación de los precios de las stocks en el siglo XVIII, las cuales seguían una *random walk*, a pesar de que algunos no la reconocían, aceptaban que el movimiento en el precio del mercado era impredecible y algunas veces lo llamaban “no natural”. Las noticias en el mercado, causaron reacciones inesperadas y crearon un espectáculo por vender que es maravilloso observar.

Quizá la innovación mas interesante es el propio desarrollo de la *Stock Exchange*, la cual evolucionó desde la cafetería, hasta llegar a ser una organización formal. Algunas innovaciones permitieron hacer las cosas más fáciles y a un menor costo, por ejemplo: transacciones hechas por las diferencias sin tener la posesión de las stocks, partiendo de esto no se necesitaba tener la posesión de la stock, ya que esto significaba tener que involucrarse con los libros de las compañías (Dickson 1967). Otras como las *put* y *call*, fueron negociadas junto con contratos de *forward*.

En Harrison 2004, podemos observar algunas señales sobre las ventajas de los contratos de derivados, y como estos reducían los costos comerciales, además se argumentaba que el comercio de los derivados aumento la liquidez del mercado. Por ejemplo: en 1734, se debatía en las Casas de los Lord (Cobbets 1811,514), “ El crédito de nuestros fondos, depende en mucho del verdadero acceso que las personas tengan a su dinero, por lo que es necesario que cada vendedor pueda encontrar un comprador para su *stock*”.

Las opciones también fueron debatidas en el Parlamento (Cobbet 1811,515), con razonamientos económicos en forma de seguro. El comercio, tomaba las opciones para salvarse así mismo de una gran pérdida. Coberturas de portafolios diversificados, eran una práctica común en este tiempo por ejemplo: seguros marítimos contra la incertidumbre del riesgo. Los contratos de derivados, no fueron los únicos para las acciones, ya que era una práctica común en otras áreas del comercio. Por ejemplo: existían contratos de *forward* para agriculturas arriesgadas, ventas de granos antes de las cosechas y la venta de pescado antes de la pesca. Este comercio de las futuras entregas, antes que las cosas fueran poseídas, es muy natural porque eliminaba la incertidumbre, como se dijo en ese entonces, es una conveniencia.

Para los escritores del mercado del siglo XVIII, la valuación de la stock, se determinaba por el valor del ratio de retorno de la inversión igual que en nuestros tiempos. Un autor anónimo (1729.19), describió que el valor de las cosas era por el rendimiento anual que ellas pudieran dar, esto es muy parecido a lo que se utilizaba para valuar las tierras.

Claramente la oportunidad de inversión basada en los rendimientos anuales, guía naturalmente hacia la importancia de los ingresos y dividendos cuando se consideran stocks. Otro factor importante, se enfocaba en la tasa de interés. Hayes 1726 y Clerke 1725, explican que se publicaban tablas para dar al inversor el cálculo de los intereses y el valor presente, incluso calculaban factores de descuento de un flujo infinito de pagos y su relación con el valor presente, semejante al modelo de dividendos descontados. El riesgo fue bien entendido por los inversores del siglo XVIII, ya que sabían perfectamente sobre los peligros o riesgos, y esto modificó el juicio de los hombres de negocio. El precio de las *stocks* era dado por la contabilidad, y el descuento de sus *cash flows* arrastraba el riesgo inmerso en la tasa. La incorporación de este tipo de juicios de riesgo es un componente crucial, después de todo era una practica común de esos tiempos.

El *course of Exchange* de principios del siglo XVIII, publicaba información impresa sobre las cotizaciones de mercado, para que se pudieran calcular los descuentos apropiados y establecer su *face value* (Véase Dickson 1967). En Londres se comercializaban billetes de cambio (*wisseless*), notas de depósito (*goldsmiths*), tickets de lotería y *tallies* (piezas de madera con un monto específico de dinero las cuales eran comercializadas).

Los escritos antiguos nos dan la evidencia de cómo los inversores de 1700, usaron bases fundamentales de valuación y técnicas, pero esto no puede establecer que las *bubbles* fueran racionales. Peter Garber(1990), propuso que la explicación a los fundamentos de mercado para principios de una Bubble podría ser entendida en el contexto de la teoría económica. Neal(1990^a), enfatizó las características racionales en la South Sea Bubble tales como el apalancamiento, crédito y liquidez. Concluyó además que: la South Sea Bubble, parece ser menos que un cuento sobre la perpetua locura de la humanidad, y mas aun, sobre las dificultades del mercado financiero en ajustarse a toda una serie de innovaciones.

Las regulaciones del *stock market*, despertó el debate ya que se creía que era influenciado por variables exógenas. La regulación depende del comportamiento de los precios del mercado y del comportamiento percibido por los participantes. Producto de la opinión pública se lanzaron legislaciones para frenar las actividades del *stock market*, ya que las asociaban con las caídas de precios y algunas crisis de *securities*.

Esto comienza hacerse sentir a partir de 1600, cuando aparecía la crisis derivada de los tulipanes, las cortes holandesas buscaron hacer una mejor regulación del mercado. En 1667, aparecían en Inglaterra regulaciones en las cuales la venta de acciones se tenían que registrar en los siguientes siete días, todo con el fin de prevenir el comercio con *forward*.

Mas tarde, la ley limitó el número de brockers, separándolos en dos grupos, los “*sworn brockers*” y los *jobbers*. En 1720, se debatía sobre el acta de Barnard, la cual fue motivada por la South Sea Bubble, nuevos declives de las acciones aparecían en 1846, con la rebelión de escocia y Francia apoyando a los rebeldes, el mercado se contraía producto de la información. A pesar de los esfuerzos por regular el mercado, un crítico escribió: Las regulaciones podrían ser demasiado grandes para el *stock trade* y podría impedir la libre circulación o cerrar el actual mercado.

Es claro que las regulaciones fueron ineficaces previniendo el comercio de acciones y especialmente la práctica del *stockjobbing*. Un crítico escribió: “Pensé en una gran felicidad para la nación, comprando sin el dinero y vendiendo sin la stock, podría prevenirse que es una práctica más peor que estar apostando”. Se establecieron una serie de actas, donde se prohibían hacer apuestas en público, previniendo que eran un engaño. Se llega a un momento que el estado utilizaba una doble moral, buscando la regulación y fondos para su mantenimiento. Estas regulaciones hicieron que aflorara la creatividad de los *jobbers*, ya que estos vendían tickets de lotería sin poseerlos, a esto lo llamaban *enganche de tickets*, lo cual fue declarado ilegal. El estado en busca de más ingresos, obligó a los emisores de boletos con el fin de obtener ingresos, pese a las restricciones los *jobbers* estuvieron ofreciendo seguros de tickets, lo cual tenía un efecto similar.

¿Qué mecanismos impidieron que el mercado se desintegrara en manos de los tramposos?

Sin duda, el excelente paso a la autorregulación de los participantes del mercado, estos se basaban mucho en la reputación de los *brockers/trades*, lo cual los mantenía hasta cierto punto honestos. La reputación jugaba un rol muy importante en todos los contratos que se pactaban, ya que se manejaban por el honor. Como lo plantea Sykes(1717,5), para soportar y mantener un crédito personal es necesario demostrarle al mundo que tiene la honestidad y seguridad de llevar a cabo este compromiso. Un crítico anónimo 1816, señala que no pagar sus obligaciones en el mercado de valores de Londres, lo convertía en un *lame duck*. Se describen casos de *brockers*, que tuvieron que pedir dinero prestado a sus familiares para pagar sus obligaciones y la de sus clientes con el fin de preservar su reputación. No se conoció de ninguna estafa, las personas que negocian deben mantener su crédito, o de lo contrario ninguno tratará con ellos. Es exactamente lo mismo con el *stock-jobbing*.

El desarrollo financiero, ha demostrado que depende esencialmente de instituciones que apoyan los derechos de propiedad, fortaleciendo los controles y fomentando la inversión en capital. Para ver como las entidades evolucionaron y que factores influenciaron en el desarrollo, es necesario tener todo un arrastre de información acumulada. Esto ha documentado significativamente cambios en instrumentos financieros, regulación de mercado, normas de comercio de *stocks* y tipos de instrumentos. Mucho de este “*market talk*” de la literatura es acerca de lo social, económico, costos beneficios del *stock trade* y el rol económico de los *stockjobbers*.

El mercado ha sido sensible a la opinión pública, ejemplo: tanto la SEC como la Reserva Federal, ahora se consideran importantes instituciones que ayudan a facilitar la función de los mercados de

capitales, y esto como producto de las intensas pujanzas del público después de las sacudidas de los escándalos financieros surgidos.

Todo esto que se ha escrito acerca de los mercados financieros, es una verdadera contribución para el entendimiento del actual mercado. Las ideas económicas históricamente las podemos obtener de dos formas: Primero, las observaciones del mercado son una forma de datos históricos que combinan factores en el tiempo que pueden dar una idea del pensamiento actual. Segundo, la regulación de los mercados y las influencias que heredaron al desarrollo y evolución de las instituciones. Por ejemplo: las regulaciones a principios del siglo XVIII, fueron primero problemas debatidos públicamente. La reputación superó los problemas de los mercaderes del mediterráneo del siglo XI, las normas éticas y morales, la opinión pública fueron el principal factor para la autorregulación, siendo hasta nuestros tiempos donde se ha manifestado la opinión pública, para pedir nuevas leyes por los escándalos financieros que recientemente hemos observado.

11. ¿Y Qué con la Ideología del Valor del Accionista?

La ideología del valor del accionista ya está llegando a su fin; primero, porque la ingeniería financiera ha llegado al límite de mantener su trayectoria alcista, y por lo tanto el resultado se puede observar en las recientes quiebras del mercado accionario. Segundo, los escándalos financieros han demostrado que las técnicas utilizadas no podrían seguir produciendo grandes beneficios, buscando de esta manera una conducta cuestionable. Por lo tanto, el incremento del valor del accionista ha recibido un duro golpe. Durante los últimos 130 años, hemos podido observar como las empresas se han derrumbado producto de guerras, depresiones y períodos de bajo crecimiento. En respuesta a esto, grupos de propietarios-empresarios-accionistas y gerentes, buscan impulsar cada vez nuevos senderos de crecimiento corporativo, observándose ciclos de 20 a 25 años. Se pueden observar seis CC's: Control directo, control monopolístico, control oligopólico-manufacturero, control de ventas y marketing, control de las finanzas y el último que es la "ideología del valor del accionista".

En el pasado las corporaciones se preocuparon por sus competidores, en los 50's, incursionaron en los mercados financieros, entre los 50's-70's, se lanzaron al mercado de capitales, surgiendo los conglomerados que comenzaron en los 60's y finalizaron en los 70's; años en los cuales se dió la crisis económica producto del *shock* petrolero y las altas tasas de inflación. En los 70's, los inversionistas optaron por invertir en bonos con mejores rendimientos alejándose de las acciones. Las presiones de inversionistas institucionales, los analistas y bancos de inversión fueron sobre los

administradores, para que estos se enfocaran en incrementar sus beneficios y el precio de las acciones. En los 80 y 90's los CEO's, vieron la necesidad de involucrarse en la comunidad financiera, aprendiendo el lenguaje de las finanzas para verse mejor ante los inversionistas. Es aquí donde la "ideología del valor del accionista", se enfoca en los estados financieros, convirtiéndose en el principal factor de éxito y fracaso. Esta nueva ingeniería financiera, estaba a cargo de los CFO's, los cuales siguieron las recomendaciones de los analistas financieros, produciendo mayores rentabilidades y pasando a ser los grandes héroes.

La actual ideología del valor del accionista, comenzó con las oleadas de fusiones del 79-87, cuando finaliza un ciclo es indicado por una baja en el mercado, ya que finalizan las expectativas de ganancias de una forma de hacer negocios. La crisis accionar del 2000, nos anunció el final de esta ideología, ya que las compañías agotaron sus creativas formas de ingeniería financiera. Además, esta fue acompañada de escándalos financieros, producto de la utilización de técnicas ilegales como es el caso de ENRON, en el cual se utilizaron complejos arreglos financieros en sus intentos de maximizar el valor del accionista. ENRON, estaba a la cabeza en el negocio de creación de valor y elevado valor de las acciones, manipulaba su ROA, eliminando activos y luego los arrendaba, registrando gastos y elevando el índice, los gastos a las subsidiarias los convertía en leasing, ingresando a su matriz como ganancias. Sumando a esto los analistas recomendaban las *shares* y como consecuencia el precio subía, preguntemos ¿qué tan legal fue todo esto?, sin embargo lo es.

La SOX, constituyó un esfuerzo para revelar honestamente la información, obligando a firmas contables a asumir una posición más prudente e independientes. Obligando a los CEO's, ha mostrar transparencia y calidad en los EF's, tratando de definir las actividades legales y las no legales. Sería útil considerar el pasado para poder vislumbrar qué nuevas técnicas o formas de hacer negocio están por venir, y ver qué es lo que produce dinero en la nueva economía. Nuevas técnicas como el outsourcing, alianzas de negocios, inventarios justo a tiempo, son nuevas tácticas para hacer negocios; pero estas no están produciendo tasas crecientes o elevadas. Podría concluirse, que la ideología enfocada en el precio de la acción y en la ingeniería financiera, parece que están fuera de lugar. Sin embargo, lo que esta por venir nadie lo conoce.

12. Tendencias Actuales de las Finanzas Corporativas.

12.1. Los Ejecutivos Poscapitalistas.

Hay que aprender a dirigir en situaciones donde no se tiene autoridad de mando, donde no controlas ni te controlan, este es el cambio fundamental. La administración sigue hablando principalmente de dirigir a los subordinados, pero ya no se evalúa a un ejecutivo según el número de personas que dependen jerárquicamente de él o de ella. Ese pensamiento no tiene tanta importancia como la complejidad del trabajo, la información que utiliza y generan, las diferentes relaciones que son necesarias para realizar ese trabajo. Antes las empresas crecían de dos maneras: Desde las raíces o por adquisiciones; en ambos casos el director tenía el control. Hoy las empresas crecen mediante alianzas, todo tipo de asociaciones peligrosas y agrupaciones de empresas que por cierto, casi nadie entiende. Este nuevo tipo de crecimiento incomoda al director tradicional, cree que debe ser dueño de las fuentes y de los mercados o controlarlos.

La información esta sustituyendo a la autoridad. Puede que el tesorero de una empresa que contrata fuera su tecnología de la información solo tenga dos ayudantes y una recepcionista, pero sus decisiones en el mercado de divisas pueden representar pérdidas o ganancias superiores en un día a las de toda la empresa en un año.

Las corporaciones que se construyeron en el pasado, se hicieron para perdurar como las pirámides, ahora son más parecidas a tiendas de campaña. La tecnología esta cambiando muy rápidamente, al igual que los mercados y las estructuras, por lo tanto no puedes pensar en una organización temporal.

Hace unos quince años las personas preguntaban: ¿Cómo podemos prepararnos para el siguiente trabajo? Ahora se preguntan: ¿Qué he de aprender para poder decidir dónde ir a continuación?

La escala para subir en una empresa ha desaparecido y ni siquiera existe la estructura implícita, no sabes que vas a hacer a continuación o si vas a trabajar en un despacho privado, en una gran organización o en tu propia casa. Ya es hora de pensar en el puesto de trabajo o en la trayectoria profesional como antes y empezar a pensar en términos de asumir tareas una tras otra.

Los directivos han de ser a un tiempo dirigente de especialistas y sintetizadores de diferentes campos del saber. Pero en el mundo poscapitalistas, todos desde los muy intelectuales como el poco intelectuales tienen que jugar en el mismo equipo.

12.2. Hacia la Nueva Organización.

Durante más de un siglo, a partir de la década de 1860, la tendencia mundial se encaminó hacia una sociedad compuesta por empleados de grandes organizaciones. Esta tendencia parecía inexorable e irreversible. El best-seller mundial de 1965, fue un libro escrito por un político y periodista francés, Jean-Jacques Servan-Schreiber, titulado *Le Défi Américain* (El Desafío Americano). Servan-Schreiber predijo que hacia 1990, las cuatro quintas partes de las manufacturas del mundo, se encontrarían en manos de 15 empresas multinacionales norteamericanas, cada una de las cuales emplearía a cientos de miles de personas a nivel mundial.

Pero en el momento preciso en el que este libro vendía miles de ejemplares, la ola cambió, la producción y las ventas de la economía mundial se han triplicado en los 30 años transcurridos desde esa fecha. Pero, desde mediados de los 60's, la mayor parte de las grandes empresas de ese momento –norteamericanas, británicas, alemanas, francesas, suizas e incluso japonesas han perdido participación del mercado en el mundo entero.

En los últimos años las exportaciones norteamericanas de manufacturas prácticamente se han duplicado, entre 80% y 90% de ese crecimiento provino de pequeñas y medianas empresas. Se solía hablar de economías a escala, hoy cada vez más de deseconomías de escala.

Sociedad de empleados

En 1914, antes del estallido de la Primera Guerra Mundial, la mayor parte de los integrantes de la fuerza laboral de todos los países desarrollados eran empleados, pero no trabajaban para una organización; prestaban servicios a un amo como mano de obra contratada, empleados domésticos, aprendices y oficiales en tiendas de artesanos. Sólo los obreros de las fábricas trabajaban para una organización y, de todas formas, representaban una pequeña minoría –no superaban 10% de la fuerza laboral, incluso en los países más industrializados.

Para 1965, por lo menos cuatro quintas partes de esa fuerza laboral del mundo desarrollado se habían convertido en empleados de empresas. De hecho, los programas de la Great Society del presidente Lyndon B. Johnson, tales como Medicare –el programa de salud para la población en general administrado por el gobierno, suponían que para 1990 ó 1995, casi todos los integrantes de la fuerza laboral norteamericana habrían de convertirse en empleados de una gran organización. Pero justo cuando todos habían aceptado ya este pronóstico, la corriente cambió de dirección. Es cierto que la gran mayoría de las fuerzas laborales de los países altamente desarrollados trabaja al

menos con una empresa. Cada vez con mayor frecuencia, se desempeñan como trabajadores temporarios, para un contratista que ofrece servicios de tercerización, como expertos que brindan servicios especializados.

Sociedad de redes

Nos dirigimos hacia una sociedad de redes más que una sociedad de empleados. Durante más de un siglo, desde las décadas de 1860 y 1870, las organizaciones se basaron en la propiedad. Una empresa típica, era dueña de aquello que consideraba su negocio o al menos lo controlaba. Existían los proveedores y distribuidores independientes, pero ellos estaban afuera. La organización se basaba en el comando, el control y estaba anclada en la propiedad. Esta sigue siendo la estructura de las empresas tradicionales, pero cada día están siendo reemplazadas por todo tipo de relaciones, tales como alianzas, *joint ventures*, participaciones minoritarias, acuerdos de marketing, relaciones todas en las que nadie controla y nadie ejerce el mando.

Estas relaciones deben basarse en un entendimiento común de objetivos, políticas y estrategias, trabajo en equipo y persuasión, porque de lo contrario, no funcionan. Y mientras la antigua organización basada en la propiedad, que se caracterizaba por el comando y el control apuntaba a ser permanente, muchas de las nuevas relaciones son temporales o ad hoc.

Progresivamente las empresas, incluso las más pequeñas, deben ser dirigidas como si se tratara de transnacionales. El mercado puede seguir siendo local o regional, pero la competencia que enfrentan es global. Su estrategia también debe ser global en términos de tecnología, finanzas, productos, mercados, información y personas.

Organización necesaria

Al observar todos estos cambios y toda esta confusión, muchos hablan del "fin de las organizaciones". Sin embargo, ésta es una de las cosas que podemos afirmar con certeza que no van a ocurrir. Las organizaciones serán aún más necesarias que antes. Precisamente porque tendremos tanta ambigüedad, flexibilidad y variaciones, se requerirá una mayor claridad con relación a la misión, los valores y la estrategia para equilibrar las metas de corto y largo plazo, para definir los resultados.

El significado de la palabra organización, está sufriendo grandes cambios. En otras palabras, a la organización se la define según la forma en la que se realizan los diferentes trabajos.

Después de la Primera Guerra Mundial, y de la reorganización de General Motors Corporation por parte de Alfred Sloan, pusimos al modelo de Fayol una estructura denominada "unidad de negocios". Esta estructura, intenta equilibrar la preocupación interna por realizar el trabajo, con la preocupación externa por atender al mercado. Sigue siendo el enfoque más aceptado, sirve de sustento al debate actual sobre el equilibrio de las "capacidades centrales" y el "enfoque hacia el mercado", y también atiende a la preocupación por la reingeniería.

El costo social

Acaba de emerger un enfoque totalmente nuevo que no reemplaza a los antiguos, sino que se superpone a ellos y que dice que el objetivo de las organizaciones, consiste en obtener resultados afuera, es decir, lograr un buen desempeño en el mercado.

La organización va más allá de lo económico, definido por los resultados obtenidos en el mercado, es por sobre todas las cosas, social. Está compuesta de personas, por lo tanto, su propósito debe ser poner en marcha las fortalezas de la gente y hacer irrelevantes sus debilidades. En verdad, ésa es una de las cosas que sólo puede hacer la organización, y la razón por la cual la tenemos y necesitamos.

Pero aunque estos cambios que afectan a la estructura de la organización pueden ser importantes, como también lo son los cambios resultantes que experimenta su estructura, más importante aún, es el hecho de que nos alejamos rápidamente de la creencia de que debe haber una teoría de la organización y una estructura ideal.

Progresivamente las organizaciones irán adoptando un enfoque diferente, con distintos propósitos, tipos de trabajo, personas y culturas. La organización, no es sólo una herramienta, revela valores, personalidad de una empresa, institución sin fines de lucro u organismo gubernamental. Define y al mismo tiempo, es definida por los resultados de un esfuerzo determinado. El hecho más novedoso es que nos movemos rápidamente hacia un pluralismo de organizaciones. Nos estamos acercando rápidamente a las nuevas organizaciones.

13. El rigor y la Relevancia en las Investigaciones sobre la Gerencia.

Los académicos están inmersos en una crisis existencial preguntándose así mismos: "¿Porqué estamos aquí, y qué tratamos de lograr?". Otros se preguntan ¿a caso los académicos no deberían

involucrarse en los temas relacionados con política pública?, o inspirados por un deseo común que las cosas que hacen sean mas relevantes. Esto solo se lograría con un cambio de sistema que pueda lograr la síntesis entre relevancia: tesis, versus el rigor científico: anti-tesis.

Desde hace mucho tiempo se ha venido observando que las investigaciones no fluían en la práctica de la gestión, y habían tenido un efecto poco real en las organizaciones. En 1990, se preguntaban si en realidad las investigaciones se habían quedado irrelevantes, y sumado a que las organizaciones están inmersas en todo lo social, la gravedad es mucho mayor. Todo esto conduce a la necesidad de buscar, qué investigaciones están más motivadas por los problemas reales que enfrentan los *practitioners*. Se necesita disminuir la brecha existente entre la gerencia práctica y la academia, buscando métodos de investigación más innovadores, que involucren a los *practitioners*.

Es importante recordar que en la primera mitad del siglo XX, las MBA's eran escuelas de "comercio y contabilidad", en las cuales se generaban pocas investigaciones sistemáticas. Con el auge de los modernos MBA's, se promovieron rigurosos estudios sobre el funcionamiento de las organizaciones, y se impulsó la idea de que las investigaciones deberían de ir más allá de una descripción; que debería existir un contraste empírico-teórico y estudiar lo desconocido.

Las historias utilizadas para las enseñanzas tenían que ser relevantes; pero basados en estudios sistemáticos que buscaran un cambio en el sistema académico. Con el tiempo lo científico sobre pasó lo esperado y se ha convertido en un circulo vicioso; haciendo publicaciones para que las lean sus similares y han dejado fuera a los practicantes limitando *la realidad a la vida académica*.

¿Debe volverse de nuevo a la relevancia?. Quizá no, porque sería como sacrificar el rigor científico ya logrado. Además algunas investigaciones aunque parezcan interesantes, probablemente no pudieran verificarse rigurosamente. Algunas publicaciones en prestigiosas revistas para gerentes, son prescripciones sin los debidos fundamentos, y sus consecuencias al final son caminos sin horizonte para los que las adopten de forma literal.

¿Cómo tratar con esas dos finalidades aparentemente opuestas, de rigor y relevancia? La pregunta de investigación es la que determina la utilidad de los hallazgos, ya que muchos estudios carecen de relevancia. De esta forma la relevancia es el fundamento de la pregunta, así como en el rigor del método aplicado para intentar responderla. Y es ahí donde se deben sintetizar el rigor y la relevancia para no debilitar el rigor científico buscando la respuesta.

Al realizar la síntesis entre el rigor y la relevancia no cambiará la conducta de los académicos, ni mucho menos el sistema. Quizá haciendo más investigaciones cualitativas, involucrando a los gerentes, esto siempre y cuando hagamos un cambio sistémico que asegure que al final los *practitioners* sean parte del conocimiento. Por tanto, impulsar algunos cambios sistémicos que alteren la actual cultura académica, se requiere algo más que cambios de incentivos. Buscando ser capaces de realizar una verdadera contribución a la sociedad, en el área de gerencia y organizaciones. Esto lograría que las firmas sean más rentables, contribuyendo a la sociedad; pero este incremento de renta no soluciona el problema social. Estamos obligados no solo con la sociedad, sino a las ambiciones personales, cuando se trata de investigación, y hacer justicia al deseo de que con nuestra labor hagamos algo muy significativo.

14. En la Búsqueda de Profesores Ambidiestros

La brecha entre las prácticas gerenciales y las investigaciones académicas; ICA's referidas a las gerencias, se debe ha que en los últimos 30 años los MBA's ha perdido el propósito enfocándose más en las investigaciones académicas.

Existen algunas investigaciones que pretenden ser atractivas o relevantes para los gerentes IGR's, y estas no llegan a manos de los *practitioners*, y otras que no logran ser tomadas en cuenta por los verdaderos "científicos y académicos". Ya que muchas de estas investigaciones son llevadas a cabo por profesores con muy poca experiencia en la práctica, produciendo investigaciones de muy poco o quizá ninguna relevancia para los gerentes.

Para disminuir estas brechas muchos proponen remedios, como considerar la creación de conocimiento a través de la socialización, externalización, combinación e internación. Otras medidas buscan incentivar investigaciones de alto impacto, además fortalecer las interacciones entre la academia y las gerencias en la práctica. Algunos remedios propuestos podrían resultar peor que la enfermedad, podría llevarnos a lo que Herbert Simon denominaba "un estado de parálisis".

En alguna literatura se puede observar que la academia no fomenta investigaciones relevantes, además el secreto más oculto de los MBA's, consiste en que sólo sirven los intereses investigativos de las universidades. Por lo tanto amplían la brecha y mantienen el sistema en su lugar.

¿Porqué no cambiarlos? o ¿existe algo que nos impida cambiar el sistema?

El argumento es que este sistema solo sirve a los académicos y poco a los usuarios de las investigaciones (gerencias), ya que es parte de una muy buena industria educativa o MBA's y les otorga un gran poder de negociación. Quizá el temor al cambio traería una alteración al sistema, y eso vendría a dejarnos en un atasco; pero esos intentos de cambiar tendrían que verse más bien como pequeños ajustes. Las investigaciones académicas se apoyan de una rigurosa recolección de datos, y un sofisticado análisis; para luego filtrar y validarlas con sus colegas académicos. Una IGR tiende ser "una gran idea", sin sofisticados análisis, además ven a la gerencia como su principal audiencia ayudándoles con nuevos enfoques para que puedan entender mejor su organización. En efecto al observar esto, se puede establecer que no se puede ser académico puro e investigador a la vez, ya que arriesgaría demasiado su reputación partiendo de la premisa que los valores y aspiraciones de ambos son incompatibles.

En vista que es un desafío realizar ICA's de gran calidad y atractivas IGR's, los científicos ponen su energía en hacer mejor su trabajo, y subcontratan la producción y divulgación de las IGR's. Este modelo de negocio ya existe ha sido muy bien aceptado y es llamado industrias creativas: las películas, teatro, galerías y editoriales de libros, donde pequeñas empresas ponen su talento creativo, otros los promueven y distribuyen a gran escala. A pesar que este argumento parezca muy prometedor, podría llevarnos a un camino en descenso, sí la academia lo adoptara. Ya que estaría aislando a los académicos de interactuar con los gerentes, los profesores académicos no serían expertos en la práctica gerencial. Esto podría hacer que las gerencias terminen con ideas o hallazgos que resultan ser verdaderas falacias, como lo que ha ocurrido en los últimos años.

Una definición de IGR: es aquella que desarrolla enfoques que ayudan a los gerentes a comprenderse mejor a si mismos y a su organización. Una IGR puede ser difundida en el mundo corporativo, gerencial a través de Revistas, clases magistrales, pero surge una pregunta ¿Quiénes de los que han leído o realizado IGR's han utilizado sus hallazgos en el salón de clases?

Quizá nadie lo haya difundido en clases, pero si utiliza sus hallazgos para enseñar temas relacionados con lo investigado, entonces ya esta realizando una IGR. Los académicos creen que las IGR's se reducen a las publicadas en prestigiosas revistas como las *HBR*, *Sloan Management Review* entre otras, pero esto es una de tantas formas de diseminar sus investigaciones. Otros se preocupan de la legitimidad, ¿pero a caso no podemos desarrollar preguntas relevantes con solo leer la prensa de negocios? o hablar con estudiantes que ejercen como gerentes. La mayoría de *buenas ideas* no viene de libros o revistas, bastaría con hacernos preguntas relevantes y ayudarnos

con pensamientos enfocados a determinados temas. Esto vendría a desbancar algunos mitos muy populares, pondría un sello de calidad y legitimidad a las verdaderas IGR's.

Quizá no sea necesario dismantelar el actual sistema de incentivos académicos, separar a los profesores integrados en la práctica gerencial o por otro lado produciendo verdaderas ICA's. Los hallazgos de sus investigaciones se deberían traducir en clases atractivas a los gerentes, las cuales pueden desbancar mitos populares, sabiduría convencional y desarrollar teorías para los fenómenos actuales de negocios. Desarrollar grandes ideas y buscar que en el futuro se verifiquen empíricamente para mayor precisión y validez.

El desafío de realizar excelentes IGR's es algo difícil, ya que requiere actitudes y mentalidades ambidiestras. Algunos autores creen que las organizaciones pueden convertirse en ambidiestras al crear una unidad separada de la misma, pero juntos mediante una visión y metas comunes. Los investigadores deben enfocarse en sus trabajos diseñándolos para transferir sus hallazgos en un lenguaje gerencial y luego diseminarlo en los salones de clase. Quizá lo expresado no sea muy nuevo, y tampoco nada radical, pero puede hacer una gran diferencia, al final lo que se pretende es un cambio evolutivo y no algo revolucionario.

15. Ortodoxia versus Pragmatismo

Preparar un tema relevante ha sido un gran desafío para el autor, es decir encontrar algo importante, muy significativo, y que no hayan dicho antes. Se iniciará compartiendo algunas de las experiencias como *entrepreneur*.

Recién egresado de su MBA, tubo la oportunidad de administrar su propio negocio fabricando herramientas, y funcionando en un edificio rentado. En esta etapa adolecía de experiencia gerencial, pero contaba con entusiasmo en aplicar los conceptos de gerencia moderna aprendidos en su maestría. Las ideas y conocimientos de libros de texto, tuvieron que adaptarse a la cruda realidad, un proceso lento y doloroso.

Una de sus primeras innovaciones fueron los *coffe breack*, pero en la práctica no funcionó, ya que los empleados tomaban más tiempo del establecido. A medida que el negocio se hacia mas grande, se perdía cada vez mas tiempo, la solución al problema fue sencillamente un fuerte campanazo que decretaba el final del *coffe breack*. De esta forma sus ideales debieron adaptarse a la cruda realidad.

Otra lección, fue con Eddy, un trabajador experto pulidor de la fase final, a medida que el negocio crecía, el trabajo se le acumuló. Se intento persuadir de muchas formas para que pudiera entrenar a otras personas, pero su argumento era: me van a despedir cuando no me necesiten. Finalmente, intento cooptarlo y ponerlo de su lado, pero esto despertó en su interior algo que estaba en contra de sus valores más sagrados, hacer amistad con alguien por motivos extraños, aunque no fue honesto, ese intento si funcionó.

El negocio fue creciendo y se decidió invertir en nueva tecnología. Eso incrementaría la productividad; pero además se debía trabajar sin parar, y ver a los empleados perder el tiempo sí fue doloroso, al final esto produjo más desperdicios y menos ganancias. Una sencilla solución fue una luz roja que se iluminaba cada vez que se paraba la máquina, y esto incremento la producción más que los ideales y conceptos sofisticados. Es en ese momento, donde se da cuenta que tiene que ir en pos de la rentabilidad y del crecimiento del negocio, convirtiéndose en aquel jefe que su trabajo es antes que su familia y las ganancias ante cualquier cosa. Mas tarde vende el negocio y regresa a la academia, a ese mundo de aprendizaje y creación de conocimiento, en el cual no necesitaba ser pragmático.

De nuevo como docente recién ingresado, seria volver a empezar como cuando era gerente. Se dio cuenta que sus ideas no eran tan valoradas como el pensaba, y que tenia que acoplar sus planteamientos a la realidad que estaba viviendo. La escuela de la vida le había enseñado a ser pragmático, tenía mas experiencia y sabiduría, con todas las lecciones aprendidas persiguiendo sus ideas con la diferencia que tenia que adaptarlas al mundo donde se encontraba.

Las lecciones anteriores nos podrían servir. Primero, apasionense con sus ideas, busquen ser pragmáticos y creativos cuando presenten sus hallazgos a su audiencia. Sean más realistas y pragmáticos y consideren que sus ideas tienen que pasar por la ortodoxia, por tanto se tiene que ser pragmático y ajustarse a la ortodoxia.

Hace algunos años, se publicó un libro sobre la carrera docente de las personas mas destacadas en el campo, ya que las ideas de muchos de ellos hicieron que se establecieran las bases de nuevas corrientes de investigación. Ejemplo: un artículo de Jay Barney 1991, fue rechazado dos veces por *Academy of Management Review* y por otras similares, sin embargo para julio de 2007, su artículo había sido utilizado casi dos mil veces por importantes autores.

¿Cuántas ideas muy valiosas no se habrán perdido porque el mercado no las acepta?

Todos los editores realizan un excelente trabajo, y es labor de ellos aceptar y publicar las mejores enseñanzas, no que cumplan técnicamente, sino por su contribución que es lo más importante. Y esto si que es un verdadero problema, saber en que consiste una contribución aceptable y como alzar esta definición. Los autores necesitan ser más pragmáticos pero también los guardianes de la ortodoxia necesitan abrirse a nuevas ideas, que pueden desafiar las creencias más profundas y conservadas.

Con todo esto en que se puede concluir: Apasionense por sus ideas propias, pero sean creativos al presentarse al mercado. Continúe practicando sus mejores enseñanzas, pero abrace a una mayor diversidad de enfoques, tratando de comprender a quienes están procurando mejorar el campo de conocimientos. Finalmente, procure algo de más consenso entre todos en la academia.

Consideraciones Finales

La historia no ha sido puramente económica, sino que ha estado enmarcada en el desenlace de eventos sociales, desarrollados por instituciones, individuos y organizaciones en el tiempo. Por lo tanto nos deja un *knowledge* de los fracasos y éxitos de las aplicaciones no solo de teorías, sino de estrategias que ayudaron en la evolución de las finanzas.

No podemos comprender los procesos de inversión en el presente, a menos que sepamos de dónde viene, es decir la historia de las finanzas. La evolución del poder en las organizaciones, es constante y cada vez buscan mantener el equilibrio adecuado, incentivando a los gerentes a pensar como verdaderos accionistas sin perder su objetivo de riqueza.

Las dinámicas organizaciones constantemente están rediseñando sus negocios, avanzando a un pluralismo sin fronteras. ¿A dónde vamos? No lo sabemos, pero el deseo de dominar siempre estará presente.

El final del mercado alcista impulsado por las compañías en pos de maximizar el valor de las acciones, esta llegando a su final y con ello la ideología del valor del accionista. Los métodos, prácticas de la ingeniería financiera y las crisis accionarias, sumado a los escándalos financieros no pueden mantener las corporaciones en la cúspide de la rentabilidad.

La forma como se presenta la realidad económica, nos invita a escudriñar el entorno económico para encontrar la explicación de las tendencias, lo que nos llevará a tener un mayor entendimiento de nuestros errores pasados y transformarlos en nuevas oportunidades.

Para desarrollar investigaciones que sean atractivas para los gerentes y que su punto final sean los *practitioners*, se deben ser rigurosamente científico y tener la relevancia necesaria. Es muy importante ajustarse a esa ortodoxia; como ser más pragmático

El análisis histórico nos ayuda a entender el funcionamiento del mercado, el accionar de los inversores, la evolución de los instrumentos financieros, el impacto y la motivación de las regulaciones desde las primeras crisis del 1600, hasta los recientes escándalos financieros. Todos estos factores cambian en el tiempo y nos ayudan a comprender el pensamiento económico actual.

Bibliografía.

Barron Baskin, Jonathan, Miranti, Paul J. Jr.2003. "A history of Corporate Finance", Cambridge University Press.

Miller, Merton, 1999, "Derivados Financieros", Gestión 2000.

Soros, George, 1999, "La Crisis del Capitalismo Global".

Bernstein, Peter L., 2005, "Capital Ideas: From the Past to the Future", Financial Analyst Journal.

Damodaran, Aswath "El propósito de las Finanzas Corporativas".

Bernstein, Peter L, 2003, "Dividends and the Frozen orange Juice syndrome".

Bogle, John C.2005," La industria de los Fondos Mutuos 60 años después: ¿Para mejor o para peor?, Financial Analyst Journal, Enero/Febrero.

Administración de Riesgos Financieros,2003, Evolución de Instrumentos y Mercados Financieros, Septiembre.

"An Engine, Not a Camera: How Financial Models Shape markets", 2007, financial Analyst Journal, Septiembre/ Octubre.

Druker, Peter F.,"Hacia la Nueva Organización", Ediciones Deusto. Resumen

Crainer, Stuart , The Short History of Great Business Ideas,.

Paul Harrison, 200¿Qué podemos aprender de los 300 años a tras acerca de los Stock Markets?.

-
- 1 Se conoce como materias primas que sirven para construir los bienes de consumo.
 - 2 Conocimiento de una determinada materia, industria.
 - 3 Capacidad instalada de las empresas.
 - 4 Las compañías India Oriental, fueron constituidas con Joint stock, además tenían rutas marítimas a los mercados potenciales de China, Japón, Persia, Filipinas, negociando principalmente, azúcar, café, te, telas; de ahí su nombre.
 - 5 PUT: Opción de venta de un activo subyacente.
 - 6 CALL: Opción de compras de un activo subyacente.
 - 7 SWAPS: Son contratos de intercambio (swaps) que obliga a las dos partes a intercambiar flujos de efectivo específicos a intervalos específicos. Por ejemplo: una empresa desea sustituir una deuda con tasa fija por una deuda con tasa flotante, o viceversa; esta sustitución implica costos de transacción, pero puede evitarlos realizando un intercambio (swaps) de tasas de interés.
 - 8 Merton Miller, Derivados Financieros, Primera edición, gestión 2000, Pág.
 - 9 Los gobiernos habían impulsado las empresas desde los años 1200, generando de esta forma monopolios y empresas al servicio de las coronas o gobiernos, utilizándolas para espiar, generar ingresos y mantener sus ejércitos para la conquista de otros imperios.
 - 10 Jonathan Barron Baskin, Paul J. Miranti Jr. A History of Corporate Finance, Cambridge, 1999, pag. 138.
 - 11 Jonathan Barron Baskin, Paul J. Miranti Jr. A History of Corporate Finance, Cambridge, 1999, pag. 143
 - 12 Stock Preferent: Acciones Preferentes.
 - 13 Equity: Término utilizado para definir el capital de una corporación
 - 14 Rentiers: Término para definir personas que reciben un ingreso producto de los rendimientos de las acciones.
 - 15 Comportamiento de gobierno: Término para definir el gobierno corporativo de las empresas.
 - 16 Core Business: Su negocio principal, Conocimiento del mercado o industria donde se desenvuelve.
 - 17 DuPont: empresa química de Estados Unidos, sus pioneras investigaciones la llevaron a descubrir productos como: celulosa, nylon, teflón
Sus avances fueron necesarios en el Programa Apollo, donde fue proveedor, además ha colaborado en producción de plutonio.
 - 18 Jonathan Barron Baskin, Paul J. Miranti Jr. A History of Corporate Finance, Cambridge, 1999, pag. 17
 - 19 GATT: Creada en 1947, la cual fue sustituida por la OMC el 01 de enero de 1995.
 - 20 Jonathan Barron Baskin, Paul J. Miranti Jr. A History of Corporate Finance, Cambridge, 1999, pag. 227
 - 21 Financial Agreements Standart Board.
 - 22 Jonathan Barron Baskin, Paul J. Miranti Jr. A History of Corporate Finance, Cambridge, 1999, pag. 229
 - 23 Jonathan Barron Baskin, Paul J. Miranti Jr. A History of Corporate Finance, Cambridge, 1999, pag. 230.
 - 24 Index Fund: Fondos que reflejan un índice de acciones o bonos, como el S&P 500, Russell 2000.
 - 25 Covert index Tracking: Cobertura en index fund.
 - 26 Practitioners: término que se les da a los practicantes de área de las finanzas.
 - 27 Peter L. Bernstein, Capital ideas: From the Past to the Future, Financial Analyst Journal, Nov/Dic, 05.
 - 28 George Soros, La Crisis del Capitalismo Global, edición 1999, Plaza Janes, Pag. 50-51.
 - 29 George Soros, La Crisis del Capitalismo Global, edición 1999, Plaza Janes, Pag. 92.
 - 30 Peter L. Bernstein, Dividends and the Frozen Orange Juice Syndrome, Financial Analyst Journal 2005, Traducción de la MAF.
 - 31 Stewardship: Término utilizado para definir que están velando por los intereses de los accionistas.
 - 32 IPO's: Término utilizado para Ofertas Públicas Iniciales.
 - 33 LBOS: Leveraged Buyout: Compras Apalancadas.
 - 34 Jonathan Barron Baskin, Paul J. Miranti Jr. A History of Corporate Finance, Cambridge, 1999, pag. 275
 - 35 Jonathan Barron Baskin, Paul J. Miranti Jr. A History of Corporate Finance, Cambridge, 1999, pag. 278
 - 36 Takeover: Adquisición de un empresa pública cuyas acciones se cotizan la bolsa de valores. Existen takeover amistosos y hostiles, las cuales dependen de los objetivos estratégicos de la adquisición.
 - 37 BOARD: Junta Directiva. Máxima instancia dentro del gobierno de una empresa u organización.
 - 38 Corporación:
 - 39 Merton Miller, Derivados Financieros, Primera edición, gestión 2000, Pág. 167
 - 40 MPA: Maximizar el precio por acción
 - 41 MRA: Maximizar riqueza del accionista.
 - 42 Aswath Damodaran, El propósito de las Finanzas Corporativas, Corporate Finance, Traducción de la MAF.