

*M<sup>a</sup> del Carmen Rapallo Serrano\**

# **El fin de la actividad financiera: una aproximación ética. Creación de valor y ética en las decisiones financieras**

## **The purpose of financial activity: an ethical view**

### RESUMEN

Lo que vamos a tratar en este estudio es el fin de las actividades financieras y su comparación con la naturaleza ética del ser humano. Es conocido en la actualidad en la Teoría de la Dirección Financiera que el objetivo de creación de valor para el accionista es al que se orientan las decisiones financieras. También es una realidad que las empresas están formadas por seres humanos y que por tanto los fines de las empresas deben corresponderse con la naturaleza antropológica de la misma. Por ello conviene plantearse por un lado si la empresa solamente se mueve por motivos puramente económicos, de otra parte esos motivos económicos son acordes con el comportamiento ético.

Palabras clave: creación de valor, ética, decisiones de inversión, mercados de valores.

### ABSTRACT

This paper studies the purpose of financial activity in the context of human's ethical nature. According to Financial Management theory, financial decisions aim to provide added value to shareholders. But because companies are made up of people, their purpose should reflect the anthropological nature of human beings. For this reason, we should consider if a company's objectives are solely economic and if the economic objectives are ethical.

Key words: added value, ethics, investment decisions, stock market.

Recibido: 20 de Septiembre de 2011

Aceptado: 14 de Octubre de 2011

\* Universidad Complutense de Madrid

## 1. INTRODUCCIÓN

Vamos a intentar estudiar la compatibilidad de la creación del valor para el accionista con la visión ética. En esta línea podemos comprobar que las finanzas y la ética son un campo de gran controversia, como ejemplos podemos citar la crisis económica actual con su origen en los mercados financieros así como los escándalos y corrupciones de grandes compañías, se puede afirmar que el tema es de gran actualidad. Para ello haremos una aproximación desde el punto de vista ético de las decisiones financieras tanto a nivel de empresa como de los mercados.

En primer lugar vamos a definir el concepto de ética, para ello vamos a citar al profesor José Ángel Agejas (2007)<sup>1</sup>, *“La ética se define como la ciencia que se ocupa de los actos humanos (objeto material), en cuanto morales (objeto formal). Es una ciencia práctica, normativa y teórica. Como ciencia práctica está orientada a la consecución de un fin que hemos identificado como el bien o la felicidad. Es, además, una ciencia normativa: la norma a seguir nos impone la realidad de las cosas, la realidad de hombre, la naturaleza humana. Por último en el estudio del hombre, de su actuar, encontraremos la norma de nuestro actuar.”*

Podemos entonces afirmar que el estudio de las decisiones de inversión y financiación desde la perspectiva ética implica si éstas son acordes con la bondad o maldad humana (la moral), en general podemos decir si permiten o no alcanzar el bien común.<sup>2</sup>

Las teorías de la dirección financiera definen el comportamiento de los directores financieros. A este respecto el profesor Pablo Fernández (1998) afirma que las teorías financieras parten de la hipótesis de un “hombre” que actúa motivado exclusivamente por utilidades económicas<sup>3</sup>. Esta hipótesis plantea numerosos interrogantes, ¿el hombre actúa única y exclusivamente en aras de maximizar su utilidad? El método científico parte de una visión simplificada de la realidad y trabaja en ese escenario. Por ello la teoría parte de una visión reduccionista de la realidad y se mantiene como válida siempre y cuando el contraste empírico no demuestre lo contrario.

En segundo lugar, el profesor Fernández, argumenta el sentido amplio o restrictivo del concepto autointerés. Si consideramos el concepto “autointerés” en sentido amplio no

limitado a lo que apetece, sino a todo lo que interesa a las personas de uno u otro modo, este se aleja de la acepción egoísta que generalmente tiene. Por ello, muchas acciones claramente calificables de altruistas o que responden al sentido del deber se realizan porque hay interés personal (autointerés) en hacerlo. Pero, una cosa es aceptar que la conducta humana responde al autointerés y otra aceptar que toda actuación humana en la empresa se reduce a la utilidad económica, más si se añade que se busca esa maximización de utilidad.

No es una sorpresa que en el mundo de las finanzas y de las empresas la principal motivación es la económica. Pero la visión de la realidad quedaría muy limitada si solo consideráramos esta motivación. Hoy está bien establecido que las motivaciones humanas responden a diversos tipos de motivos no solamente los económicos. La experiencia y la investigación empírica ponen de manifiesto que junto a las motivaciones ocasionadas por la atracción de los bienes externos, entre los cuales ocupan un lugar destacado los bienes económicos, hay otras motivaciones, por ejemplo el gusto por la tarea desempeñada, las derivadas del cumplimiento del deber o las que surgen en cuanto servicio prestado a los demás<sup>4</sup>.

Asimismo el profesor Fernández asume que el modo de conocer en la Tª de la Dirección Financiera es utilizando la racionalidad, en concreto la racionalidad económica, definida por los axiomas ya clásicos, enumerados por Von Newman y Morgentén (1947)<sup>5</sup>. Y afirma que este concepto de racionalidad del agente es muy cuestionable. La racionalidad económica no es la única racionalidad que en un momento determinado emplea un sujeto. Entre otras formas de racionalidad, existe una racionalidad ética que considera la bondad de la acción no sólo a la eficacia para lograr algo, sino a la bondad de la acción.

Concluye que la limitación del modelo antropológico en la teoría económico-financiera y el cuidado en el uso de la teoría en sentido prescriptivo no pasa inadvertido para autores como Jensen y Meckling. A pesar de que su Teoría de la Agencia se construye suponiendo que tanto el Agente (directivo) como el principal (accionista) se mueven por autointerés, sin embargo reconocen un comportamiento éticamente correcto, tenderá a incrementar los beneficios y reducir los costes de agencia. (1976, pg.351) De ahí se deduce una conclusión: la teoría afir-

ma que suponiendo que todos se muevan únicamente por autointerés económico (*descripción*) habría que hacer un gran número de contratos y poner los controles necesarios para evitar comportamientos oportunistas (prescripción hipotética). Ahora bien, teniendo en cuenta que el ser humano no siempre es así, lo mejor es favorecer comportamientos éticos para disminuir los costes de agencia tanto como sea posible (*prescripción real*).

Sí consideramos ahora el fin último de la empresa, la creación de valor para el accionista podemos afirmar que este objetivo es difícilmente generalizable. En la empresa existen muchas personas que por sus funciones tienen mayor o menor capacidad de decisión que pueden tener otra visión. En una investigación llevada a cabo por G. Donalson (1984)<sup>6</sup> en la que se entrevistó a un grupo de directivos ejecutivos (CEOs) de grandes compañías señala que las motivaciones de estos altos directivos se reducían a dos: la supervivencia de la empresa y la autosuficiencia en su gestión. Donalson concluye que el objetivo financiero de los altos directivos de estas empresas es maximizar la riqueza corporativa, que da a los directivos un control efectivo de la misma. Esta “riqueza corporativa” está estrechamente relacionada con el crecimiento y el tamaño de la empresa más que con la riqueza de los accionistas.

Asimismo señala el profesor Fernández la importancia del punto de vista geográfico. También es arriesgado generalizar: en Japón muchas empresas ponen como objetivo primario en lograr una mayor participación en el mercado, y en muchas empresas de Alemania y en otros países Europeos se busca satisfacer a los trabajadores y a la comunidad tanto o más que a los accionistas.

Como el objeto que prima en las relaciones económico-financieras es la motivación económica es necesario buscar algún criterio ético que legitime estas relaciones. La mayoría de los académicos en esta materia se dan cuenta de ello pero más que preguntarse cuál es el fin de la empresa desde una perspectiva filosófica y ética, lo que hacen es tratar de probar que el fin de la empresa, creación de valor para el accionista, no es contrario a la ética. Uno de los manuales que más detalla la relación entre la creación de valor para el accionista y los beneficios sociales es el de Cooley y Roden (1988, pg.14.). Estos autores, afirman que maximizar el precio de la acción, o el valor de mercado de la inversión de los propietarios, es un valioso objetivo del cual dependen otros que se suponen

deseables. Enumeran hasta cinco objetivos dependientes de este último:

- 1) Este objetivo motiva a los directivos a asegurarse de que los clientes quedan satisfechos con los productos y servicios de la empresa.
- 2) Un justo salario para un trabajo bien realizado también surge de este objetivo.
- 3) Maximizar el valor de la acción también motiva a los directivos a crear nuevos productos, los cuales no sólo incrementan las ventas y los beneficios, sino que crean nuevos trabajos y alimentan el nivel de vida.
- 4) Junto con la satisfacción de los clientes y empleados, los directivos también han de buscar modos nuevos y eficientes de elaborar los productos de la empresa: bajos costes de producción conducen a altos precios de las acciones.
- 5) La empresa tiene responsabilidades que cumplir: debe considerar las necesidades y preocupaciones de la sociedad en la que opera. Si falla al considerar temas como el control de la contaminación y las normas de la salud puede conducir a un precio de la acción inferior al máximo.

De modo parecido argumentan Brigham y Gapenski (1993) quienes se fijan en la relación entre la maximización del precio de la acción y el bienestar social citando varios de los argumentos anteriores. Concretamente señalan tres puntos de correspondencia. La maximización del precio de la acción requiere:

- a) operaciones eficientes que produzcan bienes con la deseada calidad y cantidad, al más bajo coste.
- b) desarrollar productos deseados o necesitados, de manera que se generen nuevos productos, nuevas tecnologías y nuevos puestos de trabajo.
- c) un servicio eficiente y cortés, almacenes de mercancías adecuados, establecimientos bien localizados (todos estos motivos son necesarios para vender y vender es necesario para hacer beneficios).

Sin embargo debemos advertir que aunque en muchos casos esta correspondencia se cumple en otros no. Por otro lado no

todo lo que contribuye a lograr una mayor riqueza para el accionista a largo plazo está incluido en estos puntos. Como señala Poitras (1994, pg.131)<sup>7</sup> “si la maximización de la riqueza del accionista es el objetivo primario de la empresa, parece que habrá pocos incentivos para la dirección en perseguir un conjunto de objetivos generales de responsabilidad social, excepto cuando estos objetivos coincidan con el logro de la maximización de la riqueza del accionista”.

En definitiva el problema radica en que la cuestión sobre la finalidad de la dirección financiera no es una cuestión exclusivamente financiera sino también filosófica y en última instancia ética. En consecuencia el objetivo de creación de valor para el accionista, aunque validada por la mayoría<sup>8</sup>, no es suficiente.

En esta misma línea Canals 1998 (pg.60) argumenta las limitaciones de este enfoque desde un punto de vista científico en los siguientes términos:

- 1) la dificultad que tiene un directivo para conocer “a priori” si una determinada decisión aumentará el valor de la empresa. En el caso particular de que una empresa cotee en bolsa, no puede olvidarse que el mercado no siempre recoge la información adecuada sobre si una decisión tendrá o no determinado efecto sobre la marcha de la empresa. En algunas ocasiones la información no existe como es el caso de empresas punteras en tecnología. En otras la información existe pero los mercados no saben como descontarla. Finalmente los mercados pueden evaluarla de modo incorrecto. Además este enfoque parte de la hipótesis de la eficiencia de los mercados y ésta es discutible. En conclusión, este objetivo de maximizar el valor de la empresa para el accionista tiene unas dificultades prácticas importantes.
- 2) La adopción de este criterio con carácter exclusivo plantea un dilema a los directivos. Cuando éstos son evaluados en función de los resultados que obtienen, el sistema de control y compensaciones económicas tiende a provocar una inclinación de aquellos hacia el logro de resultados que tengan un impacto en los mercados financieros y reflejen un aumento del valor de la empresa. Otros criterios quedan aparcados. Puede acabar ocurriendo que para lograr un impacto en aquellos resultados, los directivos adopten decisiones incorrectas desde un punto de vista ético, con objeto de lograr los resultados alcanzados.<sup>9</sup>

3) este criterio no deja claro el papel de la responsabilidad social de la empresa con sus empleados o con la sociedad. Numerosas decisiones empresariales tienen, además de un impacto económico, unas repercusiones en otros que la empresa no puede despreciar<sup>10</sup>. Esta claro que lograr estos objetivos sociales tiene un coste que la empresa debe asumir y que puede reducir la rentabilidad del accionista a corto plazo. Sin embargo la elusión de estas responsabilidades sociales puede tener consecuencias perniciosas para la empresa importantes.

4) el último aspecto que limita el valor de la hipótesis de maximización es su implantación. Normalmente, las decisiones empresariales se evalúan desde un punto de vista financiero, de acuerdo con el valor actual neto que supone aquella decisión. Sin embargo las decisiones empresariales tienen una dimensión que no puede expresarse estrictamente en términos financieros. Por ejemplo, cuál será la experiencia adquirida por los empleados para futuros proyectos si se invierte en un nuevo proceso productivo. No hay modo de medir el valor de este aprendizaje y éste tiene un valor nada despreciable.

Asimismo el profesor Pérez López (1993, pg.203) subraya el impacto de las decisiones empresariales sobre otras personas, subraya la conveniencia de hablar no sólo de criterios de eficacia como los beneficios, sino de criterios de evaluación de las decisiones por sus efectos sobre la unidad (que expresa el grado de identificación de los miembros de una organización con la eficacia organizacional) y la atractividad (que expresa el grado de aceptación de una organización por parte de sus miembros) de una organización:

*“Nos hemos extendido con un cierto detalle en la explicación anterior, porque sus consecuencias prácticas son de gran importancia. Ponen de relieve que es mejor olvidarse de todo aquello que tenga que ver con maximizar a la hora de hablar tanto de beneficios de la empresa como de las metas con cuyo logro se espera obtener dichos beneficios. La mejor manera de asegurar que la maximización de beneficios pueda llegar a ser posible consiste en procurar el logro de los beneficios necesarios para garantizar el funcionamiento de la organización, a la vez que intentan mejoras sucesivas en su unidad y atractividad. Se trata de elegir alternativas consistentes y eficientes de entre el conjunto de alternativas que cumplan ciertos criterios mínimos de eficacia. Cuando un*

*decisor manifiesta sus propósitos a través de una formulación incompleta es imposible conocer a priori cuál puede ser la calidad real de los planes de acción que decida utilizar para el logro de estos propósitos, es decir, carecemos totalmente de información acerca de la eficiencia y consistencia que pueda tener cualquier plan de acción que decida poner en práctica.”*

Elegido, J. M. (1998) contrasta la valoración económica con la valoración ética en las decisiones financieras. Afirma que la valoración económica tiene dos limitaciones fundamentales. De una parte la valoración económica típica toma en cuenta solo aquellos costes que son internalizados por la empresa y aquellos beneficios por los que la empresa recibe un pago. A menudo costes reales que la empresa origina con sus operaciones y que disminuyen de forma muy real el bienestar de uno o más individuos no se tienen en cuenta en los cálculos económicos usuales por no haber sido internalizados por la empresa. Por ejemplo la contaminación medio ambiental. Las empresas pueden imponer coste, que ellas mismas no internalizan, a sus propios empleados, a clientes, vecinos, proveedores o distribuidores, y a las comunidades en que actúan. Igualmente puede decirse de los beneficios que causan por los que no son capaces de recibir un pago.

De otra parte la segunda limitación deriva de que, por muy buenas razones, es esencialmente subjetiva. El valor económico de un bien o servicio se mide por lo que alguien esté dispuesto a pagar por él aunque ese bien sea nocivo para él.

Pues bien para este autor la valoración económica no es la más inclusiva posible, llamamos valoración ética aquella que si es máximamente inclusiva: algo es éticamente bueno o malo, si lo es teniendo en cuenta todos los factores relevantes. Por tanto la valoración ética de la práctica de adoptar la creación de valor económico para el accionista como criterio último exclusivo de decisión empresarial, se ha de valorar de una forma inclusiva los efectos de esa práctica, en primer lugar los efectos en las personas que la adoptan y, también los efectos en las personas afectadas directamente por esa práctica y en la sociedad en general. A este respecto Elegido afirma que en muchas empresas norteamericanas o inglesas, especialmente las que cotizan en bolsa, han ido adoptando cada vez más políticas consistentes de creación de valor para los accionistas, un proceso de disgregación de vínculos de lealtad mutua. Las etapas de este proceso son las siguientes:

- 1) Por diversas causas la balanza de poder económico se inclina hacia el lado de los accionistas. Los directivos son conscientes de que si el mercado bursátil no encuentra atractivos los rendimientos de la empresa, la cotización de la empresa bajará y están expuestos a un ataque. Si además consideramos el sistema de incentivos de los directivos ligados a la creación de valor para los accionistas cada vez sus intereses se disgregan más de los empleados.
- 2) Cuando el proceso anterior se ha desarrollado suficientemente, los intereses de los directivos y los de otros empleados llagan a estar radicalmente enfrentados<sup>11</sup>. La bolsa favorece a las empresas que reestructuran sus plantillas ya que es una manera fácil de aumentar la rentabilidad. Como resultado los directivos incrementan su valor en la medida que más empleados pierden su trabajo. Esto corrobora que en 1995 los ingresos de los presidentes de las 20 compañías que habían tenido las mayores reducciones de plantilla en EEUU aumentaron un promedio del 25%, un aumento claramente mayor que el promedio entre presidentes de empresas similares<sup>12</sup>.
- 3) El resultado de una política que supone sacrificios para la mayoría de los empleados y prosperidad para una élite de directivos solo puede acabar en una alienación progresiva de los empleados: la idea de sacrificar los intereses personales al interés común de la empresa cada vez tiene menos justificación. En tal entorno la única acción razonable es concentrarse en la protección de los propios intereses y la promoción de la propia carrera.

Elegido concluye afirmando que la creación de valor para el accionista como objetivo último de la empresa no es intrínsecamente inmoral, un directivo que tenga motivos serios para trabajar en una empresa que siga esa política no se sentirá obligado a dimitir no a sofocar clandestinamente esa política de la empresa. Pero aquel directivo que sea consciente de una concepción de la dirección de empresas que reconozca responsabilidades últimas no sólo para con los accionistas, sino también para con los trabajadores, tenderá a crear posibilidades mucho más amplias de crecimiento personal para los empleados de esa empresa y para él personalmente. Por ello intentará trabajar en empresas abiertas a esa concepción.

## 2. ÉTICA EN LOS MERCADOS FINANCIEROS

En la reflexión sobre ética y finanzas es importante considerar el funcionamiento de los mercados. Como hemos visto anteriormente para alcanzar el objetivo financiero de creación de valor partimos de la hipótesis de competencia perfecta en los mercados financieros. A este respecto y tomando como punto de partida las ideas de Adam Smith el profesor Xavier Vives (1998) plantea tres fallos del mercado. En principio en competencia perfecta, en un mundo competitivo en un mundo ideal, los agentes económicos no pueden influenciar los precios. Son como una gota de agua en el mar. Deben tomar los precios como dados y los agregados del mercado no están bajo su influencia. En este contexto ya Adam Smith, con su famosa parábola de la “mano invisible”, que la búsqueda del propio interés se traduce en un óptimo social. Como consecuencia de estas relaciones los teóricos de la economía han formulado los teoremas del bienestar. Estos teoremas afirman que la asignación óptima desde un punto de vista social se puede descentralizar mediante precios, es decir, se puede implementar desde el mercado, siempre que se puedan realizar transferencias apropiadas. En este contexto podemos decir que hay una alineación poco problemática entre ética y finanzas.

Sin embargo, los problemas no se hacen esperar porque este mundo ideal, del mercado competitivo, en realidad no existe. Además de los llamados costes de transacción se suman los fallos del mercado. El profesor Vives enumera tres:

- 1) Poder de mercado: la capacidad de las empresas y los agentes económicos de poner precios por encima de los costes marginales.
- 2) Externalidades: interacciones que no pasan a través del mercado pero que afectan al bienestar de los ciudadanos y de la sociedad.
- 3) La información asimétrica: situaciones en las que las relaciones entre los contratantes no son simétricas desde el punto de vista de la información.

El primero puede plantear un problema ético, por cuanto el accionista de una empresa y el gestor, si quieren maximizar los beneficios, deberán maximizar el poder de monopolio de la empresa, ya que es lo que les reportará mayores beneficios. Ahora bien también podemos pensar, como Schumpeter

con su proceso de destrucción creativa, que las posiciones de poder de monopolio sólo son creadas de forma temporal, ya que no son más que una recompensa a la innovación. Si una empresa invierte esfuerzo y dinero en crear nuevos productos, ha de tener una recompensa, pues en caso contrario no lo hará. En este caso y a través de esta competencia, en la innovación, una mejor alineación de los intereses privados y sociales. Confía, Vives, en que la mejor garantía para la eficiencia económica es una vigorosa competencia en el mercado.

El segundo fallo del mercado lo constituyen las externalidades. Pone como ejemplo en el mundo financiero las externalidades que produce la quiebra de una institución, por ejemplo bancaria. La quiebra de una institución bancaria podría llegar a producir un fallo sistémico, esto es, una quiebra en cadena de otras instituciones, y poner en peligro el sistema de pagos. Esta es una de las razones por las que existe una regulación del sistema bancario y financiero.

En tercer lugar la información asimétrica. Esta es muy importante en el sistema financiero y con ella nos aproximamos al tema de la información privilegiada<sup>13</sup>. Este problema de la información asimétrica entre las partes contratantes es más importante aquí que en otros ámbitos de la economía. Pone como ejemplo el depositante en un banco. Este no controla la inversión del banco, ni el nivel de riesgo de la entidad, ni en general entiende las complejas operaciones en el sistema financiero. Esto constituye una asimetría informativa muy importante. Asimismo el empresario que obtiene crédito del banco, a su vez, tiene mejor información sobre su propio proyecto empresarial que la que tiene la entidad financiera. Aquí la asimetría informativa es de signo contrario.

También podemos encontrar disparidad de información entre los agentes que operan en el mercado. Desde los *corporate insiders*, o en el sistema público los funcionarios de un banco central, que tienen información, los primeros, sobre una futura fusión, un plan de inversiones, una reestructuración,... Por otro lado se hallarían los inversores institucionales, o analistas financieros que han investigado determinadas empresas y valores.

Realmente la disparidad de información es enorme. Y ello lleva a que la cuestión de confianza sea crucial en los mercados financieros. La confianza es crucial para garantizar la estabilidad del sistema financiero.

En relación con la información asimétrica podemos citar el uso de información privilegiada<sup>14</sup> (*insider information*) en los mercados financieros. E. Camino<sup>15</sup> realiza una comparación entre los términos especulación e información privilegiada que en numerosas ocasiones se confunden. A este respecto aclara lo siguiente. Con base en la directiva 89/592 de la CEE, podemos definir esta operación como “la operación financiera a través de la cual se pretende realizar un beneficio mediante el uso indebido de una información reservada capaz de influir sensiblemente sobre el precio de uno o más valores”. Con el adjetivo “indebido” se destaca el hecho de que uno no puede ser “*insider* de sí mismo”. Es decir, no estamos ante un uso de IP cuando, quien poseyendo una especial información sobre la sociedad en la que trabaja, la utilizara en beneficio de la propia sociedad. Al emplear la expresión “información reservada” pretendemos excluir de esta figura los siguientes tipos de información: la pública ó parcialmente pública<sup>16</sup>, la que se da como tal<sup>17</sup>, la elaborada por el propio trabajador a partir de datos de dominio público<sup>18</sup>, etc.

La utilización de la IP se diferencia de la especulación en los siguientes puntos:

- Una constituye reato y otra no. Ya en la definición de IP incluye la expresión “uso indebido”.
- Desde el punto de vista de la información, quien utiliza IP se ahorra todo esfuerzo de previsión y análisis del futuro (trabajo); es decir en la IP se cambia la información por la previsión (del especulador)<sup>19</sup>.
- Consecuencia de lo anterior el *insider*, quien utiliza la IP, no corre ningún riesgo (se mueve más en la línea de la certeza que de la incerteza).
- Y en último término aunque ambos de dan en el breve periodo, el factor tiempo está presente en la definición de especulación y ausente en la de IP. La razón estriba en que el *insider* se mueve sobre la certeza, resta importancia al momento del tiempo, mientras que para el especulador ese momento puede ser crucial.

Camino (2004) concluye sobre la especulación como actividad financiera en los siguientes términos: “*Para hablar con propiedad de la bondad o malicia de una acción concreta se requiere que su objeto, fin y circunstancias puedan ser orde-*

*nados a alguna virtud o norma moral (en último término al fin último). Respecto al objeto moral éste ha quedado descrito de la siguiente manera: realizar, en un breve periodo, una operación bursátil con vistas a obtener un beneficio sobre la base de una prevista oscilación de precios (de los títulos), para lo cual se asume un fuerte riesgo (el que teóricamente, los productores no están preparados a sumir) y originándose con ello un servicio a las contrapartes y, al mercado, una mayor dinamicidad y liquidez. Y de ahí que, por su objeto, la especulación financiera no constituya una actividad intrínsecamente mala..... Cuando se especula uno puede ganar o no pero, de seguro, lo hace produciendo una serie de efectos beneficiosos sobre la economía y, por tanto sobre la sociedad. Ese beneficio, como puso de manifiesto el análisis del bien-uno de los tres elementos estructurales de toda acción humana-, debe ser valorado dentro de un trabajo profesional con el cual se sirve a la economía (y la sociedad) y ordenado a un bien o fin superior; y en última instancia, al fin o fin último (fin que puede, por tanto, estar presente en cada una de las operaciones especulativas). Por tanto quien se empeña en mantener que “especula sólo para ganar dinero” refleja, sobre todo, una falta de perspectiva vital y una actitud éticamente negativa pues, en definitiva, no logra integrar estas operaciones dentro de su propio crecimiento como persona. Esta misma idea se desprende de ordenar el tener al ser, principio normativo derivado de la virtud de la templanza”. Coincidimos plenamente en la afirmación de que la actividad especulativa, a pesar de su connotación peyorativa, no es una actividad intrínsecamente mala. Ahora bien es importante considerar no solamente el fin sino también los medios que se utilizan para alcanzar tal fin<sup>20</sup>. También se deberá considerar las consecuencias que tiene la actividad para el mercado<sup>21</sup> y la sociedad en general<sup>22</sup>. Además y como señala Camino no solamente debemos considerar el fin económico (ganar el máximo beneficio en el menor plazo de tiempo) sino también el fin último o vital que es la realización personal del sujeto. Aquí hay que mencionar lo importante que es vivir de forma virtuosa<sup>23</sup> que ayudará a la realización del especulador virtuoso y a alcanzar una economía, por tanto, sociedad más humana.*

### 3. CONCLUSIONES

1. La Teoría de la Dirección Financiera mantiene como objetivo último de la empresa “la creación de valor para el accionista” y el problema que hemos planteado es la compatibilidad de este objetivo con la actuación ética de

los responsables de la empresa, los directivos mediante sus decisiones de inversión. El problema lo hemos planteado considerando la naturaleza antropológica del hombre como ser humano que es. El hombre por su naturaleza, como ser racional, tiene un fin vital. Ese fin vital de acuerdo con la ley natural debe ser acorde con la inclinación al bien. De forma que si el hombre lleva a cabo una vida virtuosa actúa de acuerdo con su propia naturaleza, y sus acciones estarán guiadas con el fin del bien común. Si el hombre solo actuara por motivos puramente económicos la realidad quedaría muy limitada y la visión de la empresa como conjunto de personas sería muy reduccionista.

Como consecuencia de este planteamiento creemos que el objetivo de creación de valor no es suficiente. Como expresa Tomás Alfaro en el ideario de la Facultad de Ciencias Empresariales de la Universidad Francisco de Vitoria “*Tenga claro que el fin de la empresa es servir a la sociedad, aunque para ello sea necesario maximizar el valor de la empresa para sus accionistas. Por tanto, que tenga claro que en caso de conflicto entre el fin y el medio, es el segundo el que debe supeditarse al primero.*”

2. Los estudios empíricos citados a lo largo del trabajo evidencian que la ética y las finanzas pueden tener fines compatibles. Como hemos visto anteriormente un comportamiento ético genera valor en la empresa a medio y largo plazo.<sup>24</sup>
3. Los mercados financieros no son plenamente eficientes. Los principales fallos del mercado son: el poder del mercado, las externalidades y la asimetría informativa. Especial relevancia tiene la asimetría informativa en el uso de información privilegiada. Podemos afirmar que el mejor medio para subsanar estas deficiencias del mercado es un comportamiento ético por parte de sus agentes. Como ejemplo podemos citar la crisis financiera actual. Si los intermediarios financieros hubieran tenido un comportamiento más ético probablemente las consecuencias no hubieran sido tan desastrosas para la economía real.<sup>25</sup>
4. La especulación como inversión financiera no es una operación intrínsecamente mala. Ahora bien, no solamente debemos considerar el fin económico (ganar el máximo beneficio en el menor plazo de tiempo) sino

también el fin último o vital que es la realización personal del sujeto. Aquí hay que mencionar lo importante que es vivir de forma virtuosa que ayudará a la realización del especulador virtuoso y a alcanzar una economía, por tanto, sociedad más humana.

5. En último término nuestra propuesta para mejorar la sociedad y en concreto la actividad empresarial. Como hemos afirmado anteriormente el objetivo de creación de valor para el accionista se debe de subordinar al objetivo del bien común. En caso de conflicto decidir conforme al objetivo del bien común. Y en cuanto a como lograr este cambio de mentalidad: de una parte con una buena formación en virtudes y valores, de otra parte fomentando la RSC en las empresas como parte de su misión empresarial.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGEJAS, J.A./PARADA, J.L./OLIVER, I. 2007: “*La tarea de ser mejor*” Universidad Francisco de Vitoria. Madrid.
- ARGANDOÑA, A. 2010: Can Corporate Social Responsibility help us understand the credit crisis? IESE Business School. Universidad de Navarra. <http://ssm.com/abstract=1392762>
- BACIDORE J.M./BOQUIST J.A./MILBOURN T.T./THAKOR A.V. 1997: “The Search for the Best Financial Performance Measure” *Financial Analysts Journal*. May/June. Pg.: 11-20.
- BARANDILLA, G. 2005: “Entorno ético al mercado” Working Paper SSRN Library.
- BORREGO, A./RAPALLO, C. 2001: “Técnicas de valoración y selección de inversiones: un estudio empírico” *Análisis Financiero* n° 84. Segundo Cuatrimestre. Pg.: 12-18.
- BRIGHAM, E./GAPENSKI, L. 1993: “Intermediate Financial Management” Thomson Learning. Uk.
- BURKE, L.; LOGSDON, J. M. 1996. “How Corporate Social Responsibility Pays Off”. *Long Range Planning*. 29(4), pp.495-502.
- CAMINO, E. 2004: “Ética en la especulación financiera” Unión Editorial. Madrid. Pg.: 89-92.

- CANALS, J. 1998: “La evaluación de las decisiones empresariales: ¿Por qué los criterios financieros resultan insuficientes?. Ética en la actividad financiera. EUNSA. Pamplona. Pg.: 45-71.
- CARROLL, A. 1993. “Business and Society: Ethics and Stakeholder Management”. South-Western Publishing, Cincinnati.
- CEREZO, Y/ JIMÉNEZ, I./ RAPALLO, C. 2008: “Los procesos de concentración empresarial: una visión económico social” Universidad Francisco de Vitoria. Madrid.
- COOLEY P.L./ RODEN P. F. 1988: Business Financial Management, Chicago: The Dryden Press.
- COPELAND, T./ KOLLER, T. Y MURRIN, J. 1996: Valuation: Managing the Value of Companies. John Wiley, Nueva York. (2ª ed.). Pg.: 121-129.
- COMISIÓN ALDAMA 2002: *Informe de la Comisión Especial para el fomento de la transparencia y seguridad en los mercados de las sociedades cotizadas*, Enero.
- COMISIÓN EUROPEA “Comunicación de la Comisión relativa a la responsabilidad social de las empresas: una contribución empresarial al desarrollo sostenible” COM (2002) 347 final, 2.07.2002.
- COMISIÓN EUROPEA “Libro Verde de la Comisión Europea: Fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas” COM (2001) 366 final, 18.07.2001.
- COMISIÓN OLIVENCIA 1998: “El informe de la “Comisión Olivencia” sobre el gobierno societario (texto íntegro)”, *Derecho de los Negocios*, Mayo: 104-129.
- DAMODARAN, A. 1997: “Corporate Finance: Theory and Practice” John Wiley & Sons, Inc. New York.
- DEMPSEY, M. 2000: “Ethical Finance: An agenda for consolidation or for radical change? *Critical Perspective on Accounting*. V. 11. Pg.: 531-548.
- DONALSON, G. 1984: “Managing Corporate Wealth: The Operations of a Comprehensive Financial Goals System”. New York, Praeger Publishers.
- DRUCKER P. F. 1973. “La gerencia: Tareas, responsabilidades y prácticas” Ed. El Ateneo Buenos Aires 1975 y “Gestión Dinámica” Ed. Hispano Europea 1981.
- ELEGIDO, J. M. 1998: “La creación de valor para los accionistas como último objetivo para la empresa. Una valoración ética”. Ética en la actividad financiera. EUNSA. Pamplona. Pg.: 77-94.
- FAUS, J. 1997: “Políticas y decisiones financieras” Estudios y ediciones IESE, S.L.. Publicaciones de la cátedra Price Waterhouse de Finanzas. Barcelona. Pg.: 19-30.
- FERNÁNDEZ, P. /DOMÉNECH, M. 1998: “Teoría de la dirección financiera y misión de la empresa”. Ética en la actividad financiera. EUNSA. Pamplona. Pg.: 23-41.
- FERNÁNDEZ, P. 2000: “Creación de valor para los accionistas” *Gestión* 2000. 1ª Edición, abril. Pg.: 21-31.
- FERNÁNDEZ, P. 2001B: “EVA, Economic profit and cash values added do not measure shareholder value creation” SSRN Working Papers.
- FERNÁNDEZ, P. 2002: “Shareholder value creators and shareholder value destroyers in USA. Year 2000.” IESE Business School. Social Science Research Network, Financial Accounting (WPS). SSRN Working Papers.
- FERNÁNDEZ, P.2001: “A Definition of Shareholder Value Creation” SSRN Working Papers.
- FUNDACIÓN ECOLOGÍA Y DESARROLLO 2003. *Anuario sobre responsabilidad social corporative en España*, Zaragoza, Fundación Ecología y desarrollo.
- GIBSON, K. 2000. “The Moral Basis of Stakeholder Theory”. *Journal of Business Ethics*. (26), pp. 245-257.
- GÓMEZ-BEZARES, F. 2001: “Ética, Economía y Finanzas” Ed. Biblioteca Riojana.
- GONZÁLEZ ALVARADO, T. Y GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, S. 2010: “AI-Invest en el marco de la cooperación europea: una retrospectiva”. *Revista Universitaria Europea* nº 13. Segundo semestre. Pág.33-50

- HOFMANN, E./ HOELZL, E/ KIRCHLER, E. 2005: "A comparison of models describing the impact of moral decision making on investment decision". University of Viena. Austria. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=804384](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=804384)
- IRIMIA DIÉGUEZ, A. 2002: "La creación de valor para el accionista: una contrastación empírica" Tesis Doctoral. Departamento de Economía Financiera y Dirección de Operaciones. Universidad de Sevilla.
- JENSEN, M./MURPHY, K. 1990: "Performance Pay and Top-Management Incentives" *Journal of Political Economy*, vol.98, nº2. April. Pg.: 225-62.
- JENSEN, M/ MECKLING, W 1976: "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Owership Cost and Overship Structure" *Journal of Financial Economics*, 3. Pg.: 305-360.
- MASCAREÑAS, J. (2005: "Fusiones y adquisiciones de empresas" McGraw-Hill. Madrid. (4ª ed.) Pg.: 341.
- MC GEE, R.W. 2007: "A flow chart approach to analyzing the ethics of insider trading" Andrea School of Business. Working Paper Series FL 33161. Barry University. Miami Shores. USA.
- MELÉ, D./ FERNÁNDEZ, P. 1998: "Teoría de la dirección financiera y misión de la empresa". Ética en la actividad financiera. EUNSA. Pamplona
- MILBOURN, T. 1996: "The Executive Compensation Puzzle: Theory and Evidence" IFA Working Paper. Nº235. London Business School.
- MURPHY, K. 1985: "Corporate performance and managerial remuneration: an empirical analysis." *Journal of Accounting and Economics* nº7. North Holland. Pg.: 11-42.
- PÉREZ LÓPEZ, J A 1993: "Fundamentos de la Dirección Financiera" Madrid. Rialp.
- POITRAS, G. 1994: "Shareholder Wealth Maximization, Business Ethics and Social Responsibility", *Journal of Business Ethics* 13. Pg. 125-134.
- RAMEZANI, C./SOENEN, L./JUNG, A. 2002: "Growth, Corporate Profitability, and Shareholder Value Creation" Social Science Research Network, Financial Accounting (WPS). SSRN Working Papers.
- RAPALLO, C. 2003: "La creación de valor: una aproximación" Documento de Trabajo UCM. Madrid.
- RAPPAPORT, A. 1998: "La creación de valor para el accionista: una guía para inversores y directivos". Ed. Deusto, S.A. Bilbao.
- RODRÍGUEZ, M.A Y RICART, J. E. 2000. "Estrategia medioambiental y creación de valor". IESE, D/408, Enero.
- RODRÍGUEZ SANDIÁS 2001: "Del EVA al VAN: al valor financiero añadido" *Actualidad Financiera*, nº VI. Monográfico, 2º Trimestre. Pg.: 49-56.
- RUIZ RODRÍGUEZ 1997: "Protección penal del mercado de valores (infidelidades en la gestión de patrimonios)", Servicio de publicaciones de la universidad de Cádiz, Tirant Monografías n. 67. Valencia.
- SCHUMPETER, J. A. 1939. *Business Cycles* (vol.1). A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process, McGraw-Hill, London.
- SMITH, A. 1776. "An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations" W. Strahan & T. Cadell. Londres. Reino Unido.
- STEWART /BENNET III. 1991 *The Quest for Value*. New York Harper Business.
- SUÁREZ, A. 1995: "Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa" Pirámide. Madrid. (17.ª ed.).
- TIROLE, J. 2001. "Corporate Governance", *Econometrica* 69: 1-35
- TORO, D. 2006. "El enfoque estratégico de la responsabilidad social corporativa: revisión de la literatura académica". *Intangible Capital* - Nº14 - Vol.2- pp. 338-358.
- VIVES, X. 1998: "Información asimétrica y tráfico de información privilegiada en los mercados financieros". Ética en la actividad financiera. EUNSA. Pamplona

- VON NEWMAN, J./MORGENTEN, O. 1947: "Theory of Games and Economic Behavior" 2ª Ed. Princeton, NJ. Princeton University Press.
- WBCSD 2002. "Corporate Social Responsibility: The WBCSD's Journey". WBCSD.
- ZINGALES, L. 1998. "Corporate Governance", en P. Newman (ed.), *The new Palgrave dictionary of economics and the law*, Londres, Macmillan.
- Notas:
- 1.- Agejas, J.A./Parada, J.L./Oliver, I. (2007): "*La tarea de ser mejor*" Universidad Francisco de Vitoria. Madrid.
  - 2.- Dempsey, M. (2000) hace un estudio muy interesante sobre la compatibilidad entre la ética y las finanzas analizando el caso del Grameen Bank del profesor Muhammad Yunus. Concluye que el comportamiento ético de la sociedad puede ser perfectamente compatible con el objetivo de creación de valor de la actividad financiera.
  - 3.- Es un sujeto que prefiere más dinero que menos y que tiende a maximizar su función de utilidad.
  - 4.- Pérez López, J A (1993): "Fundamentos de la Dirección Financiera" Madrid. Rialp.
  - 5.- Ellos afirman que la racionalidad económica se basa en la habilidad que poseen las personas de ordenar sus preferencias de modo consistente entre una amplia gama de elecciones posibles. Es un ejercicio de racionalidad instrumental que pretende formalizar los principios de actuación hasta llegar a poder predecir las características del comportamiento de los participantes e una economía social de modo casi matemático.
  - 6.- Donalson, G. (1984): "Managing Corporate Wealth: The Operations of a Comprehensive Financial Goals System. New York.: Praeger Publishers.
  - 7.- Poitras, G. (1994): "Shareholder Wealth Maximization, Business Ethics and Social Responsibility", *Journal of Business Ethics* 13. Pg. 125-134.
  - 8.- Que la mayoría confirme un juicio no es suficiente, podemos caer en el "utilitarismo" (corriente filosófica que limita la ética a la satisfacción de la mayoría)
  - 9.- Esto ocurre a corto plazo pero a largo plazo estas actuaciones las descuenta el mercado con el consecuente descenso de la cotización y castigo a los directivos. Casos que muestran estos hechos son numerosos como los de las empresas Salomón Brothers o Bankers Trust.
  - 10.- Canals pone como ejemplos por un lado la relación con los empleados y el necesario sistema de remuneración justa acorde con el esfuerzo. De otro lado la responsabilidad de la empresa para con la sociedad en el caso del medio ambiente.
  - 11.- En este caso se plantea un problema de agencia.
  - 12.- *Busibess Week*, 22/04/1996
  - 13.- Mc Gee, R.W. (2007) realiza un estudio muy interesante sobre el uso de información privilegiada en los mercados. Concretamente estudia cuando el uso de información privilegiada es una acción ética y cuando no lo es. Según este autor los problemas son dos, de una parte la definición de información privilegiada, de otra los prejuicios de los estudiosos de la materia, que mas que tener una visión crítica justifican su postura.
  - 14.- Vamos a utilizar en el texto el acrónimo IP para referirnos a la información privilegiada.
  - 15.- Camino, E. (2004): "Ética en la especulación financiera" Unión Editorial. Madrid. Pg.: 89-92.
  - 16.- Por ejemplo la que aparece en publicaciones especializadas.
  - 17.- Por ejemplo la que se pone a disposición de un broker o periodista para que aconseje la compra de acciones de la sociedad o escriba un artículo.
  - 18.- Por ejemplo estudiando los estados financieros de las empresas.
  - 19.- "La promulgación de la regla 10-5 por parte de la SEC en 1942 fue la primera norma que prohíbe directamente la utilización de IP y que ha sido la base del desarrollo (no sólo en EE.UU) del sistema legal de represión del insider" Ruiz Rodríguez (1997).
  - 20.- En este sentido también coincide Barandilla, G. (2005). Concluye su trabajo sobre ética en los mercados afirmando: "*Se puede legitimar la ganancia del especulador siempre y cuando la acción de éste hubiera contribuido positivamente al bien común*".
  - 21.- Por ejemplo el alejamiento del precio de un activo de su valor objetivo.
  - 22.- Por ejemplo una peor distribución de la riqueza.
  - 23.- Concretamente el autor menciona tres virtudes: la laboriosidad, la templanza y la justicia.
  - 24.- Pero no debemos olvidar los problemas que suponen compatibilizar estos objetivos como puede ser la medición de los comportamientos éticos y su repercusión en el valor de la empresa.
  - 25.- Especialmente la veracidad y la transparencia informativa.