

Plan 314 Licenciado en Derecho y Licenciado en Administración y Dirección de Empresas

Asignatura 43647 DIRECCION FINANCIERA

Grupo 1

### Presentación

Selección de proyectos de inversión en condiciones de certeza e incertidumbre. Modelo de cartera de proyectos. Estructura de financiación: medios y políticas. El coste del capital: combinación riesgo-rentabilidad.

### Programa Básico

### Objetivos

#### PRESENTACIÓN

La asignatura Dirección Financiera, de carácter troncal a impartir en el segundo ciclo (5º curso) de los estudios conjuntos de Derecho y Administración y Dirección de Empresas, tiene por objeto el análisis de los procesos de captación y asignación de recursos que tienen lugar en el seno de la empresa, desde la consideración de los tres problemas centrales de las Finanzas Corporativas: Valoración, Estructura de Capital y Gobierno de la Empresa.

Los contenidos del programa se distribuyen y articulan a través de CINCO grandes bloques temáticos o partes de la asignatura. En su primera parte, el programa presenta los fundamentos de la disciplina y su entronque con la Economía de la Empresa. Sobre estos fundamentos se asienta el posterior análisis de las decisiones financieras que competen a la función financiera de la empresa, a saber: inversión, financiación y dividendos.

La segunda parte del programa se ocupa de la primera de estas tres decisiones, tanto cuando la decisión de inversión se plantea en ambiente de certeza como en contextos de incertidumbre. En ambos casos, la asignación del presupuesto de capital requiere un criterio económico racional que garantice una asignación eficiente de los recursos. En ausencia de incertidumbre este problema asignativo deviene en un simple problema de valoración, pues, cuando los flujos de tesorería generados por los proyectos de inversión son conocidos con exactitud, los aportantes de los fondos se mostrarán unánimes en confiar la asignación del presupuesto de capital a la dirección de la empresa siempre que ésta se comprometa a seguir la regla del valor actual neto como criterio de decisión. Sin embargo, cuando se reconoce que la incertidumbre es indisoluble de la decisión de inversión en la empresa, por cuanto afecta a la dimensión financiera de los proyectos de inversión, se hace necesario describir la incertidumbre al objeto de adecuar los modelos de valoración y selección de inversiones a las condiciones del mundo real.

En este sentido, la concepción de la empresa como una cartera de proyectos de inversión subraya la idea de que, en sus decisiones de asignación del presupuesto de capital, el director financiero debiera evaluar los proyectos de inversión de la misma manera que los inversores valoran los activos financieros. Este planteamiento de la cuestión se complementa con algunas de las más recientes aplicaciones de los modelos de valoración de opciones financieras a la estrategia de inversión de la empresa. Las críticas a los métodos de valoración basados en el descuento de flujos y la consideración de la discrecionalidad del director financiero para actuar sobre la renta generada por los proyectos de inversión, proporcionan racionalidad teórica al denominado enfoque de opciones reales.

El análisis de las decisiones de financiación y dividendos centra el interés de la parte tercera del programa. Cuando se relaja la hipótesis de que el proceso de asignación de recursos en la empresa viene exclusivamente determinado por los flujos de tesorería esperados de los proyectos de inversión una vez descontados al coste de oportunidad del capital, la estructura de financiación de la empresa se torna relevante y la creación de valor viene también determinada por la política financiera de la empresa, y en particular por la fuente o fuentes de financiación afectas a los proyectos de inversión, así como por su política de dividendos. Se cierra esta tercera parte con un capítulo dedicado al coste del capital en cuanto bisagra o nexo de unión entre las decisiones de captación y asignación de recursos.

La parte cuarta del programa se aparta del enfoque neoclásico para plantear el problema del gobierno de la empresa

a la luz de la teoría positiva de la agencia. La concepción más realista del mundo –y en particular de la empresa- que esta teoría presupone, propicia un análisis de las decisiones financieras que ya no se limita a evaluar su efecto sobre el valor de mercado de la empresa, sino que atiende también al papel que dichas decisiones juegan en la resolución de los problemas de riesgo moral y selección adversa. Se reconoce, además, la importancia del marco institucional en la atribución de un mayor o menor grado de protección a los inversores y, como consecuencia, en el desarrollo de los mercados y en la configuración de estructuras de propiedad más o menos concentradas. Ambas características institucionales determinan las singularidades del problema de gobierno corporativo y el diseño y funcionamiento de diversos mecanismos de control. Desde este punto de vista, los códigos de buen gobierno y ética empresarial no son sino reglas de conducta orientadas a garantizar que la dirección de la empresa, y en particular sus responsables financieros, sigan políticas basadas en la creación de valor.

El programa concluye con una quinta parte que, a modo de recapitulación, contrapone lo que sabemos y lo que no en el ámbito de las finanzas corporativas, y que, a modo de balance, sopesa en qué medida la disciplina en su estado actual proporciona respuesta a las múltiples cuestiones que se le plantean al director financiero, enfatizando aquellas que permanecen aún abiertas a debate y discusión.

---

## Programa de Teoría

Programa de Teoría:

### PARTE I. FUNDAMENTOS DE DIRECCIÓN FINANCIERA

#### TEMA 1 LA DIRECCIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA

- 1.El objeto de las finanzas corporativas o dirección financiera de la empresa.
- 2.La necesidad de una teoría de la empresa.
- 3.Tres cuestiones clave: Valoración, estructura de capital y gobierno de la empresa.
- 4.La función objetivo de la empresa: Maximización del valor.
- 5.Las decisiones financieras de la empresa y su efecto sobre el valor.

### PARTE II. LA INVERSIÓN EN LA EMPRESA

#### TEMA 2 LA DECISIÓN DE INVERSIÓN EN LA EMPRESA.

- 1.La asignación de recursos en ambiente de certeza: Un problema de valoración.
- 2.Los criterios clásicos de valoración y selección de inversiones: VAN y TIR.
- 3.El problema de valoración en un mundo incierto.
- 4.La selección de proyectos de inversión en condiciones de incertidumbre.

#### TEMA 3 EL MODELO DE CARTERA DE PROYECTOS

- 1.Decisiones financieras y mercado de capitales: la síntesis neoclásica
- 2.La utilidad del modelo de Markowitz en la valoración de proyectos de inversión.
- 3.Determinación de equivalentes de certeza mediante el Modelo en Equilibrio de Activos Financieros (CAPM).
- 4.Selección de inversiones con el CAPM.
- 5.Implicaciones para la Dirección Financiera.

#### TEMA 4 EL ENFOQUE DE OPCIONES REALES

- 1.Las insuficiencias de los modelos basados en el descuento de flujos.
- 2.La analogía entre opciones reales y opciones financieras.
- 3.Los modelos de valoración
- 4.El valor actual neto ampliado de una cartera de proyectos.
- 5.La cartera de opciones reales.

### PARTE III. ESTRUCTURA DE CAPITAL Y POLÍTICA DE DIVIDENDOS

#### TEMA 5 ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN: MEDIOS Y POLÍTICAS

- 1.La decisión de financiación: Fuentes, medios y mercados.
- 2.Relevancia o irrelevancia de la estructura de capital de la empresa.
- 3.La posición tradicional y las proposiciones de Modigliani y Miller.
- 4.Cuando los mercados no son perfectos: La teoría estática del trade-off.
- 5.Neutralidad en el modelo de equilibrio de activos financieros.
- 6.Estructura de capital y opciones: Equity Call Model

#### TEMA 6 LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

---

- 
- 1.La decisión de dividendos: Autofinanciación vs. distribución de beneficios.
  - 2.Política de dividendos y valor de la empresa: El modelo de Gordon.
  - 3.La tesis de Miller y Modigliani: Irrelevancia de la política de dividendos.
  - 4.La teoría fiscal de los dividendos.
  - 5.El contenido informativo de los dividendos.

#### TEMA 7 EL COSTE DEL CAPITAL: COMBINACIÓN RIESGO-RENTABILIDAD

- 1.El coste de oportunidad del capital.
- 2.Coste efectivo y coste medio ponderado de los recursos financieros.
- 3.El binomio rentabilidad-riesgo.
- 4.La ecuación fundamental del apalancamiento financiero.
- 5.La utilidad del CAPM en la determinación del coste del capital.

#### PARTE IV. GOBIERNO DE LA EMPRESA

##### TEMA 8 CONTRATOS Y DECISIONES FINANCIERAS

- 1.La empresa como nexo de contratos.
- 2.La relación de agencia: problemas y costes
- 3.La separación de la propiedad y el control en la empresa.
- 4.Conflictos de interés, información asimétrica y políticas subóptimas de inversión.
- 5.La estructura de propiedad.
- 6.Discrecionalidad directiva, endeudamiento y reparto de dividendos.

##### TEMA 9 PROPIEDAD Y GOBIERNO DE LA EMPRESA

- 1.El problema del gobierno corporativo.
- 2.El marco institucional como determinante del problema.
- 3.La protección legal de los inversores.
- 4.Derechos de decisión y mecanismos de supervisión y control.
- 5.Conocimiento, complementariedad y acceso a los recursos críticos de la empresa.
- 6.Ética y gobierno corporativo.

#### PARTE V. A MODO DE CONCLUSIÓN

##### TEMA 10 RECAPITULACIÓN FINAL

- 1.Lo que sabemos en Dirección Financiera.
- 2.Acerca de lo que no sabemos.
- 3.El punto de vista de los directores financieros.
- 4.Nuevas tendencias en Dirección Financiera.

---

### Programa Práctico

Además de numerosos casos prácticos que serán proporcionados a lo largo del curso, cabe la posibilidad de realizar otro tipo de actividades prácticas como puede ser el seguimiento de empresas cotizadas, con especial énfasis en el análisis de las decisiones financieras y su impacto en el valor de mercado

### Evaluación

La evaluación de los conocimientos se realizará mediante un examen (oral o escrito) que tendrá lugar a final de curso. Dicho examen estará compuesto por una parte teórica y otra práctica que habrán de superarse por separado. No obstante lo anterior, durante el curso se realizarán una o más pruebas de evaluación, bien de carácter teórico o práctico, al objeto de garantizar un mejor seguimiento de la asignatura por parte de alumnos y equipo docente.

---

### Bibliografía

---

## Presentación

Selección de proyectos de inversión en condiciones de certeza e incertidumbre. Modelo de cartera de proyectos. Estructura de financiación: medios y políticas. El coste del capital: combinación riesgo-rentabilidad.

## Programa Básico

## Objetivos

### PRESENTACIÓN

La asignatura Dirección Financiera, de carácter troncal a impartir en el segundo ciclo (5º curso) de los estudios conjuntos de Derecho y Administración y Dirección de Empresas, tiene por objeto el análisis de los procesos de captación y asignación de recursos que tienen lugar en el seno de la empresa, desde la consideración de los tres problemas centrales de las Finanzas Corporativas: Valoración, Estructura de Capital y Gobierno de la Empresa.

Los contenidos del programa se distribuyen y articulan a través de CINCO grandes bloques temáticos o partes de la asignatura. En su primera parte, el programa presenta los fundamentos de la disciplina y su entronque con la Economía de la Empresa. Sobre estos fundamentos se asienta el posterior análisis de las decisiones financieras que competen a la función financiera de la empresa, a saber: inversión, financiación y dividendos.

La segunda parte del programa se ocupa de la primera de estas tres decisiones, tanto cuando la decisión de inversión se plantea en ambiente de certeza como en contextos de incertidumbre. En ambos casos, la asignación del presupuesto de capital requiere un criterio económico racional que garantice una asignación eficiente de los recursos. En ausencia de incertidumbre este problema asignativo deviene en un simple problema de valoración, pues, cuando los flujos de tesorería generados por los proyectos de inversión son conocidos con exactitud, los aportantes de los fondos se mostrarán unánimes en confiar la asignación del presupuesto de capital a la dirección de la empresa siempre que ésta se comprometa a seguir la regla del valor actual neto como criterio de decisión. Sin embargo, cuando se reconoce que la incertidumbre es indisociable de la decisión de inversión en la empresa, por cuanto afecta a la dimensión financiera de los proyectos de inversión, se hace necesario describir la incertidumbre al objeto de adecuar los modelos de valoración y selección de inversiones a las condiciones del mundo real.

En este sentido, la concepción de la empresa como una cartera de proyectos de inversión subraya la idea de que, en sus decisiones de asignación del presupuesto de capital, el director financiero debiera evaluar los proyectos de inversión de la misma manera que los inversores valoran los activos financieros. Este planteamiento de la cuestión se complementa con algunas de las más recientes aplicaciones de los modelos de valoración de opciones financieras a la estrategia de inversión de la empresa. Las críticas a los métodos de valoración basados en el descuento de flujos y la consideración de la discrecionalidad del director financiero para actuar sobre la renta generada por los proyectos de inversión, proporcionan racionalidad teórica al denominado enfoque de opciones reales.

El análisis de las decisiones de financiación y dividendos centra el interés de la parte tercera del programa. Cuando se relaja la hipótesis de que el proceso de asignación de recursos en la empresa viene exclusivamente determinado por los flujos de tesorería esperados de los proyectos de inversión una vez descontados al coste de oportunidad del capital, la estructura de financiación de la empresa se torna relevante y la creación de valor viene también determinada por la política financiera de la empresa, y en particular por la fuente o fuentes de financiación afectas a los proyectos de inversión, así como por su política de dividendos. Se cierra esta tercera parte con un capítulo dedicado al coste del capital en cuanto bisagra o nexo de unión entre las decisiones de captación y asignación de recursos.

La parte cuarta del programa se aparta del enfoque neoclásico para plantear el problema del gobierno de la empresa a la luz de la teoría positiva de la agencia. La concepción más realista del mundo –y en particular de la empresa- que esta teoría presupone, propicia un análisis de las decisiones financieras que ya no se limita a evaluar su efecto sobre el valor de mercado de la empresa, sino que atiende también al papel que dichas decisiones juegan en la resolución de los problemas de riesgo moral y selección adversa. Se reconoce, además, la importancia del marco institucional en la atribución de un mayor o menor grado de protección a los inversores y, como consecuencia, en el desarrollo de los mercados y en la configuración de estructuras de propiedad más o menos concentradas. Ambas características

---

institucionales determinan las singularidades del problema de gobierno corporativo y el diseño y funcionamiento de diversos mecanismos de control. Desde este punto de vista, los códigos de buen gobierno y ética empresarial no son sino reglas de conducta orientadas a garantizar que la dirección de la empresa, y en particular sus responsables financieros, sigan políticas basadas en la creación de valor.

El programa concluye con una quinta parte que, a modo de recapitulación, contrapone lo que sabemos y lo que no en el ámbito de las finanzas corporativas, y que, a modo de balance, sopesa en qué medida la disciplina en su estado actual proporciona respuesta a las múltiples cuestiones que se le plantean al director financiero, enfatizando aquellas que permanecen aún abiertas a debate y discusión.

---

## Programa de Teoría

Programa de Teoría:

### PARTE I. FUNDAMENTOS DE DIRECCIÓN FINANCIERA

#### TEMA 1 LA DIRECCIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA

- 1.El objeto de las finanzas corporativas o dirección financiera de la empresa.
- 2.La necesidad de una teoría de la empresa.
- 3.Tres cuestiones clave: Valoración, estructura de capital y gobierno de la empresa.
- 4.La función objetivo de la empresa: Maximización del valor.
- 5.Las decisiones financieras de la empresa y su efecto sobre el valor.

### PARTE II. LA INVERSIÓN EN LA EMPRESA

#### TEMA 2 LA DECISIÓN DE INVERSIÓN EN LA EMPRESA.

- 1.La asignación de recursos en ambiente de certeza: Un problema de valoración.
- 2.Los criterios clásicos de valoración y selección de inversiones: VAN y TIR.
- 3.El problema de valoración en un mundo incierto.
- 4.La selección de proyectos de inversión en condiciones de incertidumbre.

#### TEMA 3 EL MODELO DE CARTERA DE PROYECTOS

- 1.Decisiones financieras y mercado de capitales: la síntesis neoclásica
- 2.La utilidad del modelo de Markowitz en la valoración de proyectos de inversión.
- 3.Determinación de equivalentes de certeza mediante el Modelo en Equilibrio de Activos Financieros (CAPM).
- 4.Selección de inversiones con el CAPM.
- 5.Implicaciones para la Dirección Financiera.

#### TEMA 4 EL ENFOQUE DE OPCIONES REALES

- 1.Las insuficiencias de los modelos basados en el descuento de flujos.
- 2.La analogía entre opciones reales y opciones financieras.
- 3.Los modelos de valoración
- 4.El valor actual neto ampliado de una cartera de proyectos.
- 5.La cartera de opciones reales.

### PARTE III. ESTRUCTURA DE CAPITAL Y POLÍTICA DE DIVIDENDOS

#### TEMA 5 ESTRUCTURA DE FINANCIACIÓN: MEDIOS Y POLÍTICAS

- 1.La decisión de financiación: Fuentes, medios y mercados.
- 2.Relevancia o irrelevancia de la estructura de capital de la empresa.
- 3.La posición tradicional y las proposiciones de Modigliani y Miller.
- 4.Cuando los mercados no son perfectos: La teoría estática del trade-off.
- 5.Neutralidad en el modelo de equilibrio de activos financieros.
- 6.Estructura de capital y opciones: Equity Call Model

#### TEMA 6 LA POLÍTICA DE DIVIDENDOS

- 1.La decisión de dividendos: Autofinanciación vs. distribución de beneficios.
  - 2.Política de dividendos y valor de la empresa: El modelo de Gordon.
  - 3.La tesis de Miller y Modigliani: Irrelevancia de la política de dividendos.
  - 4.La teoría fiscal de los dividendos.
  - 5.El contenido informativo de los dividendos.
-

---

## TEMA 7 EL COSTE DEL CAPITAL: COMBINACIÓN RIESGO-RENTABILIDAD

- 1.El coste de oportunidad del capital.
- 2.Coste efectivo y coste medio ponderado de los recursos financieros.
- 3.El binomio rentabilidad-riesgo.
- 4.La ecuación fundamental del apalancamiento financiero.
- 5.La utilidad del CAPM en la determinación del coste del capital.

## PARTE IV. GOBIERNO DE LA EMPRESA

### TEMA 8 CONTRATOS Y DECISIONES FINANCIERAS

- 1.La empresa como nexo de contratos.
- 2.La relación de agencia: problemas y costes
- 3.La separación de la propiedad y el control en la empresa.
- 4.Conflictos de interés, información asimétrica y políticas subóptimas de inversión.
- 5.La estructura de propiedad.
- 6.Discrecionalidad directiva, endeudamiento y reparto de dividendos.

### TEMA 9 PROPIEDAD Y GOBIERNO DE LA EMPRESA

- 1.El problema del gobierno corporativo.
- 2.El marco institucional como determinante del problema.
- 3.La protección legal de los inversores.
- 4.Derechos de decisión y mecanismos de supervisión y control.
- 5.Conocimiento, complementariedad y acceso a los recursos críticos de la empresa.
- 6.Ética y gobierno corporativo.

## PARTE V. A MODO DE CONCLUSIÓN

### TEMA 10 RECAPITULACIÓN FINAL

- 1.Lo que sabemos en Dirección Financiera.
- 2.Acerca de lo que no sabemos.
- 3.El punto de vista de los directores financieros.
- 4.Nuevas tendencias en Dirección Financiera.

---

### Programa Práctico

Además de numerosos casos prácticos que serán proporcionados a lo largo del curso, cabe la posibilidad de realizar otro tipo de actividades prácticas como puede ser el seguimiento de empresas cotizadas, con especial énfasis en el análisis de las decisiones financieras y su impacto en el valor de mercado

### Evaluación

La evaluación de los conocimientos se realizará mediante un examen (oral o escrito) que tendrá lugar a final de curso. Dicho examen estará compuesto por una parte teórica y otra práctica que habrán de superarse por separado. No obstante lo anterior, durante el curso se realizarán una o más pruebas de evaluación, bien de carácter teórico o práctico, al objeto de garantizar un mejor seguimiento de la asignatura por parte de alumnos y equipo docente.

---

### Bibliografía

---