



FINANZAS MODERNAS PARA LOS MERCADOS LATINOAMERICANOS

Manrique Hernández Ramírez
manrique.hernandez@itcr.ac.cr

Consultor en gerencia de riesgos, finanzas y seguros, para Seguros Corporativos Coriem S.A. Profesor de tiempo parcial en diferentes cursos de finanzas de los programas de Licenciatura y Maestría en Administración del ITCR. Licenciado en Administración de Negocios con énfasis en Finanzas y Banca. Master en Administración de Empresas con énfasis en Finanzas y Mercadeo, Instituto Tecnológico de Costa Rica. Master en Economía con énfasis en Banca y Mercado de Capitales, Universidad de Costa Rica.

INTRODUCCIÓN

La teoría y la práctica de las finanzas han experimentado, a lo largo de los años, un creciente fermento intelectual que tanto los practicantes como los académicos colocados en los mercados latinoamericanos, deberían tomar en cuenta. A través del tiempo hemos visto a los teóricos financieros trabajar en aspectos tan diversos como la teoría del portafolio, los modelos de inversión de consumo intertemporal,

la teoría de la firma bajo incertidumbre, los incentivos administrativos, la economía de la información y los modelos econométricos, y llevar a cabo una investigación empírica. Esto no es de extrañar, pues la mayor parte de los investigadores en finanzas se auto-definen como economistas financieros y muchos se han graduado en departamentos de economía (Weston, 1974, Hakansson, 1979, Gibbons, 1987).

La historia de la teoría financiera durante la última mitad del siglo pasado se puede resumir en términos de dos revoluciones distintas: la neoclásica y la conductista

En este sentido es posible debatir: ¿por qué estudiar economía financiera? Una razón de peso es que las ideas importantes en finanzas, como la medida y valoración del riesgo, la importancia de la estructura de capital, la valoración de opciones y la estimación del costo de capital, derivan de trabajos seminales en economía financiera (Jenkinson, 2008).

No obstante, la investigación en finanzas ha evolucionado desde los días en que la mayoría consideraba incuestionable la teoría de mercados eficientes¹. Las finanzas conductuales, es decir, las finanzas analizadas desde una perspectiva de ciencia social más amplia, incluso desde un punto de vista psicológico y sociológico, son, hoy en día, uno de los programas de investigación de mayor importancia, lo cual suscita una gran contradicción con la mayor parte de la teoría fundamentada en los mercados eficientes (Shiller, 2003).

Como bien lo plantean Alexander y Mabry (1994), se sabe que a nivel de investigación la reputación de los profesores y académicos, de sus departamentos e, incluso, de sus universidades depende, en gran medida, del número de artículos que publiquen en medios escritos de “alta calidad”. Además, la calidad de la investigación en finanzas a menudo se juzga a partir de la reputación de los medios en los cuales se publica. Por este motivo resulta de particular interés para la comunidad académica conocer tanto la importancia relativa de los diferentes medios, como la manera en que estos influyen en la sabiduría convencional.

Ahora bien, una escuela profesional es diferente a una disciplina puramente académica. La primera se sustenta en un número de disciplinas básicas y utiliza este conocimiento sistemático, o ciencia, para enfocarlo sobre problemas propios de su área. En este sentido, los profesores y académicos, situados en las escuelas de negocios de los mercados latinoamericanos, deben ofrecer soluciones a los problemas administrativos de las corporaciones y ayudar a los profesionales a tomar decisiones, por medio de conceptos analíticos e ideas pertenecientes a diversas disciplinas relevantes y, de ser necesario, cuestionando ideas preconcebidas o aprendidas. Este enfoque profesional de la enseñanza de la administración se aplica, particularmente, a las finanzas (Weston, 1975).

Dentro de este marco el presente trabajo pretende ofrecer aportes de mucha utilidad para practicantes y académicos situados en los mercados latinoamericanos, pues, por un lado, presenta una retrospectiva de la evolución de la teoría financiera, calificada como moderna, para ubicar a todos aquellos que se interesan por estos temas; también incluye tópicos relevantes, desde la perspectiva actual, que pueden ser sujeto de investigación o de eventual publicación y aplicación práctica en países menos desarrollados. Asimismo, se mencionan las universidades y países desde donde se nutre la investigación más reciente en el área financiera, así como los medios financieros que

lideran la recolección de esta valiosa investigación y los autores que la realizan. Todo esto sirve como referencia a investigadores y personas interesadas que quieran intentar incursionar en el estudio de tópicos relacionados.

Se ofrece, además, un análisis de los temas financieros y de la relativa importancia que se le brinda a cada uno de ellos dentro de los planes de estudio de los mejores programas ejecutivos de negocios con énfasis en finanzas a nivel mundial. Este análisis también funciona como instrumento de referencia para profesores, profesionales, encargados del desarrollo de departamentos de finanzas dentro de las escuelas de negocios y encargados del diseño de planes de estudio para estos programas. Se espera que esto motive a las universidades de negocios ubicadas en Latinoamérica, que impartan cursos de finanzas, a actualizar los perfiles de estos programas a nivel de postgrado, lo cual fomentaría el uso de las herramientas financieras más modernas, según la convicción de la enseñanza ejecutiva de más alto nivel.

TEORÍA FINANCIERA MODERNA

La historia de la teoría financiera durante la última mitad del siglo pasado se puede resumir en términos de dos revoluciones distintas. La primera fue la revolución neoclásica en finanzas, que inició con: el modelo de asignación de precios de activos de capital y la teoría de los mercados eficientes alrededor de los sesentas, el modelo de asignación de precios de activos de capital intertemporal así como la teoría de valoración de opciones basada en el arbitraje en los setentas (Shiller, 2006).

Al respecto, Merton (1998) agrega que, antes de los trabajos pioneros de Markowitz, Modigliani, Miller, Sharpe, Lintner, Fama, y Samuelson en los años cincuentas y sesentas, la teoría de finanzas era poco más que una colección de anécdotas y reglas básicas, que arrastraba la documentación contable. No fue sino hasta finales de los años sesentas y principios de los setentas que los modelos en finanzas se hicieron mucho más complejos, ya que incorporaban las dimensiones intertemporales y de incertidumbre en la valuación y en la optimización de la toma de decisiones. Al estudiar la asignación y el despliegue de recursos económicos a través del tiempo en ambientes inciertos, así como al tratar de capturar la influencia, la interacción del tiempo y la incertidumbre con eficacia, se requiere instrumentos matemáticos-computacionales sofisticados. De esta manera aparecieron nuevos modelos dinámicos de teoría de portafolio, la valoración de activos de capital intertemporales y derivados por medio de ecuaciones diferenciales e integrales estocásticas, además de ecuaciones en derivadas parciales. En este sentido, los modelos matemáticos de >>

¹La teoría de los mercados eficientes argumenta que los mercados están compuestos por inversionistas que, simultáneamente, son racionales y están muy bien informados, lo que les facilita tomar decisiones y derivar el verdadero valor de los activos.

>> las finanzas modernas contienen algunas aplicaciones realmente elegantes de teorías de optimización y probabilidad.

La segunda revolución, la conductista, debió sus orígenes en los años ochentas, a las interrogantes sobre las fuentes de volatilidad en los mercados financieros y al descubrimiento de numerosas anomalías; asimismo, trató de incorporar las teorías de Kahneman y Tversky (1979), y otras teorías de la psicología dentro de la teoría financiera (Shiller, 2006).

En este nuevo campo, los teóricos conductistas han refutado muchos de los supuestos presentes en las finanzas estándar consideradas modernas, entre ellos, el supuesto de los inversores racionales, que son aquellos que tienen información perfecta acerca de los eventos económicos y utilizan esa información para tomar decisiones racionales (Nevins, 2004).

A continuación se presenta (cuadro 1) en retrospectiva el detalle de los documentos seminales en finanzas, considerados la base de las finanzas modernas, que deberían ser parte de los programas de nuestras universidades, especialmente los documentos de tipo ejecutivo, a nivel de postgrado. Estos documentos son citados, con mucha frecuencia, por investigadores en el área y sobre los mismos descansan las herramientas financieras calificadas como las más modernas y avanzadas. Así, por ejemplo, de los trabajos de Markowitz (1952) es posible derivar la teoría del portafolio; de los de Modigliani y Miller (1958, 1961) herramientas esenciales como el concepto del costo de capital, la política de dividendos y la estructura de capital; de Sharpe (1964) y Lintner (1965) los modelos más avalados de valoración de

activos para preciar el riesgo; de Merton (1973) y Black y Scholes (1973) los modelos para la valoración de opciones, entre otros.

En cuanto a las fuentes o medios de publicación (cuadro 2), los autores Alexander y Mabry (1994) lograron demostrar que el Journal of Financial Economics (JFE) es, de acuerdo al número de citas, el diario más influyente en la disciplina, seguido por el Journal of Finance (JF).

Los documentos de trabajo (conocidos como working papers, por su nombre en inglés) constituyen una importante fuente de información en la investigación de alto nivel, lo cual los posiciona en el tercer lugar de importancia de acuerdo al total de citaciones. Esta elevada confianza en los documentos de trabajo nos hace reflexionar sobre la rapidez con que cambian los conocimientos en esta disciplina y, también, sobre la cantidad sustancial de tiempo requerida desde el envío de un artículo a un diario de alta calidad, su aceptación y la aprobación del proceso completo de revisión, hasta su publicación.

Es importante recalcar que los libros, muchos de los cuales son de estadística y trabajos de econometría, son la cuarta fuente más citada. En parte, este resultado refleja la naturaleza cuantitativa de la disciplina, pues requiere tales libros a fin de hacer referencia a las derivaciones y las metodologías (Alexander y Mabry, 1994).

Un punto que llama la atención es el hecho de que muchos diarios, cuyo foco primario no son las finanzas, resultan ser muy importantes a esta disciplina. Esto puede derivar del concepto, vigente hoy en día, de que las finanzas deben analizarse desde una perspectiva de ciencia social más amplia, con elementos como la psicología y la sociología

Cuadro 1: Selección de principales trabajos seminales en finanzas

Autor	Título Artículo	Año	Journal
Black, F and Myron S	The Pricing of Option Contracts and Corporate Liabilities	1973	Journal of Political Economy
Merton, Robert	Theory of Rational Option Pricing	1973	Bell Journal of Economics and Management Science
Fama, Eugene	Efficient Capital Markets: A Review of Theoly and Empirical Work	1970	Journal of Finance
Lintner, John	The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Invesmients in Stock Portfolios and Capital Budgets	1965	Review of Economics and Statistics
Samuelson, Paul	Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly	1965	Industrial Management Review
Sharpe, William	Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk	1964	Journal of Finance
Modigliani, F aní Miller M.H.	Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares	1961	Journal of Business
Modigliani, F aní Miller M.H.	The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investments	1958	The American Economic Review
Markowitz, Harry	Portfolio Selection	1952	Journal of Finance

Fuente: elaboración propia

Las finanzas conductuales, es decir, las finanzas analizadas desde una perspectiva de ciencia social más amplia, incluso desde un punto de vista psicológico y sociológico, son, hoy en día, uno de los programas de investigación de mayor importancia

Cuadro 2: Diarios y otros medios publicación, clasificados por número de citas²

Diarios Clasificados por Citas Totales	JF	JFE	JFQA	RFS	Total
1 Journal of Financial Economics (JFE)	1359	1342	522	341	3564
2 Journal of Finance (JF)	1383	545	576	284	2788
3 Documentos de Trabajo (working papers)	873	522	260	318	1973
4 Libros	608	414	218	156	1396
5 Econometría	353	135	138	148	774
6 Journal of Business	247	143	132	70	592
7 Journal of Political Economy	265	167	78	71	581
8 Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA)	245	65	219	44	573
9 American Economic Review	236	112	87	61	496
10 Artículos en Libros Editados	204	83	47	57	391

Fuente: elaboración propia con base en Alexander y Mabry (1994)

(Alexander y Mabry, 1994; Shiller, 2003).

Partiendo de que el *Journal of Financial Economics* (JFE) y el *Journal of Finance* (JF) son los medios más influyentes en la disciplina, es interesante analizar cuáles son las universidades que están nutriendo dichos medios.

En el cuadro 3 se observa que la Universidad de Chicago lidera claramente el ranking, seguida de cerca por la Universidad de Nueva York, la Universidad de Pensilvania, la Universidad de Harvard y la Universidad de California en Los Ángeles. A partir de este mismo cuadro es posible inferir la supremacía de las universidades norteamericanas con respecto a la publicación de investigación en finanzas del más alto nivel, pues casi la totalidad de las publicaciones que se logran colocar en los diarios dominantes del área provienen de

Cuadro 3: Ranking mundial de publicaciones en Journal of Finance (JF) y Journal of Financial Economics (JFE) Basado en la contribución de la investigación de 1990 a 2008

Ranking	Universidad	Artículos	Puntaje	País
1	University of Chicago (Graduate School of Business)	156	99.06	USA
2	New York University (Leonard N. Stern School of Business)	161	93.38	USA
3	University of Pennsylvania (The Wharton School)	139	86.83	USA
4	Harvard University (Harvard Business School)	121	79.47	USA
5	University of California at Los Angeles (Anderson School of Management)	105	67.36	USA
6	University of Michigan at Ann Arbor (Ross School of Business)	95	59.91	USA
7	Columbia University (Graduate School of Business)	78	46.27	USA
8	Masachusetts Institute of Technology (Sloan School of Management)	79	46.25	USA
9	Duke University (The Fuqua School of Business)	79	45.29	USA
10	University of Rochester (William E. Simon Graduate School of Business)	64	44.86	USA

Fuente: Ranking de las mejores 100 Escuelas de Negocios según metodología de la Universidad de Texas en Dallas (School of Management). Disponible en <http://somweb.utdallas.edu/top100Ranking/>

²Los diarios o revistas se refieren a los journals líderes en el área donde tiene impacto la investigación. La clasificación se basa en las citas puestas en las bibliografías del *Journal of Finance* (JF), *Journal of Financial Economics* (JFE), *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (JFQA) y *Review of Financial Studies* (RFS), desde enero de 1987 hasta marzo de 1991 (exceptuando RFS, que inició en 1988). En la investigación pública se aplica el método de la aproximación por citas, en el cual se mide la frecuencia de éstas en diarios. Según un amplio número de eruditos, ésta es la técnica más objetiva para determinar la calidad de los diarios, pues estima la contribución de información e ideas a la investigación publicada. Esta aproximación es, con seguridad, el método de mayor aplicación hoy en día (Alexander y Mabry, 1994).

universidades de ese país.

En cuanto a autores, Alexander y Mabry (1994) encontraron que Eugene Fama, Stephen Ross y Michael Jensen son los más citados durante el período de su estudio (cuadro 4).

Cuadro 4: Clasificación de autores por número de citaciones

Autor	Citas
1 Fama, E.	441
2 Ross, S.	440
3 Jensen, M.	345
4 Roll, R.	291
5 Merton, R.	261
6 Cox, J.	232
7 Scholes, M.	231
8 Black, F.	220
9 Smith, C.	220
10 French, K.	182

Fuente: elaboración propia con base en Alexander y Mabry (1994)

En el cuadro 5 es posible observar como Eugene Fama es el autor más prolífico en el periodo analizado y que también publica gran cantidad de su trabajo en el *Journal of Financial Economics* y en el *Journal of Finance*. Un dato curioso es que Fama realiza publicaciones junto con Kennet French, quien también se encuentra entre los diez profesores más citados del área. Stephen Ross tiene una menor cantidad de publicaciones, principalmente en el *Journal of Finance*. Por último, Michael Jensen es un autor más versátil que se enfoca en temas más variados y, por consiguiente, publica en diversos diarios como *Journal of Finance*, *Academy of Management Journal* y *Strategy Management Journal*.

LA ENSEÑANZA FINANCIERA A NIVEL EJECUTIVO

Resulta de gran importancia para los practicantes y académicos, situados en los mercados emergentes, conocer cuáles son los temas del área financiera que se enseñan en las universidades de negocios más prestigiosas del mundo, calificadas como las líderes >>

El Journal of Financial Economics (JFE) es, de acuerdo al número de citas, el diario más influyente en la disciplina, seguido por el Journal of Finance (JF).

>> indiscutibles en la materia.

El análisis de tópicos de finanzas, que han experimentado una mayor atención en el campo de la educación ejecutiva de alto nivel, ofrece indudables aportes. El más evidente es que, gracias a un análisis descriptivo, es posible responder la siguiente pregunta: ¿cómo son los mejores programas de la materia a nivel mundial? El segundo aporte, y quizás el más valioso, es que brinda un análisis normativo mediante el cual se puede responder a la pregunta: ¿cómo debería ser un programa de negocios especializado en finanzas? (Womack, 2001). Esto de inmediato es aplicable a las universidades menos

de descuento de dividendos y/o los modelos de descuento de flujos de caja, siguen siendo importantes (aunque han perdido un poco de fuerza), con un promedio de tiempo invertido en su enseñanza del 9,2%. El estudio de la estructura de capital y de la política de dividendos retomó fortaleza con el paso del tiempo, pues ocupa en promedio un 8,3% del tiempo total, lo cual indica que los tópicos están regresando y se están poniendo de nuevo de moda. La utilización de productos derivados como los futuros y sus métricas de valoración ocupan, en promedio, un 3,1%.

Con respecto al impacto del estudio de los productos derivados,

un aspecto que llama poderosamente la atención, y que fue una predicción de Womack (2001), es el tema de las opciones y, en general, de los tópicos que lo acompañan, como las metodologías para la valoración de opciones y su aplicación en el estudio de éstas sobre activos reales (opciones reales), los cuales continuaban ganando terreno. Esto se refleja en que, para el 2005, el estudio de los contratos de opciones, de los modelos de valoración, como el Black Scholes Merton, y el modelo binomial, ocupaban un importante 10,6% del tiempo total dedicado a la enseñanza de las finanzas. Si a esto se sumaba el 1,9% del tiempo que se invertía en el tema

de opciones reales, en promedio se estaba invirtiendo un 12,5% del tiempo al estudio de estos instrumentos y su aplicación en el mundo corporativo. Visto en su conjunto, los productos derivados (opciones y futuros) ocupan un 15,6% de todo el tiempo dedicado a la enseñanza de las finanzas por parte de las mejores universidades que imparten esta especialidad en el mundo.

En relación a las opciones (financieras y reales) se señala que, en términos de tiempo, el tópico es ahora más importante que el mismo presupuesto de capital⁴. Tan solo un 6,1% del tiempo se está dedicando al estudio de tópicos considerados, hoy en día, muy importantes, como el estudio de la teoría de los mercados eficientes, las cuestiones de carácter conductual, la teoría de agencia (los tres primeros con un 3% del tiempo en promedio), el gobierno corporativo (1,2%) y otros temas no detallados (1,9%). Cabe señalar que muchos de los otros tópicos que abarcan gran cantidad de tiempo suponen la eficiencia de los mercados.

El promedio del tiempo, así como los tópicos tratados, se observa con claridad en cuadro 6. No debe olvidarse que la inmensa mayoría de los tópicos que se enseñan en las veinticinco mejores escuelas de

**Cuadro 5: Investigación publicada por los autores más citados
Periodo 1990-2008**

Autor	Total Artículos	Journal of Finance	Journal of Financial Economics	Otros
Fama, Eugene y Kenneth French	22	12	8	2
Ross, Stephen	5	4	0	1
Jensen, Michael	7	1	0	6

Fuente: Elaboración con base en el ranking de las mejores 100 Escuelas de Negocios según la metodología de la Universidad de Texas en Dallas (School of Management). Disponible en <http://somweb.utdallas.edu/top100Ranking/>

desarrolladas situadas en otros mercados.

En sus trabajos Womack (2001) y Womack y Zhang (2005) señalaron que durante la investigación en las escuelas de negocios se detectaron ciertas tendencias. Por ejemplo, la mayoría ha invertido un monto significativo de tiempo (en promedio un 9,1% del tiempo total) en aspectos básicos, como la enseñanza de la importancia del valor del dinero en el tiempo y las herramientas básicas que lo acompañan, como el valor actual neto (VAN) y la tasa interna de retorno (TIR). En este mismo sentido, temas análogos como la valoración de bonos, el rendimiento al vencimiento (Yield to Maturity, en inglés), la duración y la estructura a término de las tasas de interés, consumen, en promedio, un 8,7% del tiempo invertido.

La teoría del portafolio, el costo de capital, el modelo de asignación de precios de activos de capital (CAPM) y otros modelos de valoración de activos³, así como la teoría de opciones financieras y el presupuesto de capital, continúan situándose entre los tópicos más importantes de la lista, con un promedio del 18,6% del tiempo para la primera, 10,6% para la segunda y un 10,2% para la tercera.

Los modelos de valoración de acciones, entre ellos los modelos

³Se refiere al estudio de modelos avalados por la comunidad económica y financiera, los cuales se utilizan para preciar el riesgo sistemático pertinente que se utiliza en el ajuste de las tasas de descuento, que se utilizarán en la valoración de activos, como el Capital Asset Pricing Model (CAPM) y el Arbitraje Pricing Theory (APT).

negocios del mundo con énfasis en finanzas (cerca del 97% del tiempo) continúa siendo una herencia de las escuelas neoclásicas en finanzas de los años sesentas y setentas, y no poseen una relevancia detectable para las herramientas producto de la revolución conductista que inició en los años ochentas.

Por su parte Graham y Harvey (2000) han demostrado que la práctica financiera es tan tranquilizante como perpleja, pues, si bien hoy en día se utilizan metodologías recomendadas por las facultades de negocios con mucha mayor frecuencia que hace veinte años (como el valor actual neto y el modelo de asignación de precios de activos de capital), la evidencia empírica parece indicar que no se usan correctamente.

Al respecto, se ha detectado errores en temas medulares como: el establecimiento de las tasas de corte y sus elementos centrales, la estimación de las tasas libres de riesgo por utilizar y la estimación de premios por riesgo e índices de riesgo sistemáticos (betas).

En definitiva, es evidente que los ejecutivos financieros usan las técnicas recomendadas, desde hace años, por las principales escuelas de negocios a la hora de valorar proyectos y estimar el costo del capital, pero frecuentemente las aplican en forma incorrecta. Esto podría deberse a que se le da más importancia a la parte matemática de los modelos y no tanto a los supuestos y fundamentales correctos en que descansan.

Además, se comprobó que los ejecutivos financieros no están dispuestos a seguir las recomendaciones académicas en cuanto al manejo adecuado de la estructura de capital. Esto de inmediato anuncia la posibilidad de investigar este tipo de comportamientos en forma adicional, o de reevaluar las implicaciones y supuestos de éstas teorías, pues podrían ser débiles. Otra posible causa podría ser que las corporaciones, en la práctica, deciden ignorar las recomendaciones de la teoría, o que las facultades que enseñan finanzas son mejores enseñando tópicos como el presupuesto y el costo de capital, que la estructura de capital.

Cuadro 6: Tiempo dedicado al estudio de cada tópico financiero con un porcentaje del tiempo total de clases. Basado en los mejores 25 programas de negocios del mundo con énfasis en finanzas para el año 2005

Topico	Porcentaje
Teoría del Portafolio / Costo de Capital / CAPM / Modelos de Valoración de Activos	18.60%
Contratos de Operaciones / Valoración / Black Scholes / Binominal	10.60%
Presupuestación de Capital	10.20%
Valoración de Acciones (Modelos de Descuento Dividendos y/o Modelos de Descuento Flujos de Caja)	9.20%
Introducción / Valor Presente / VAN / TIR, etc.	9.10%
Valoración de Bonos, YTM (Yield to maturity) / Duración / Estructura a Término	8.70%
Estructura de Capital / Política de Dividendos	8.30%
Proyección de Flujos de Caja / Modelaje Financiero	5.70%
Banca de Inversión / Ofertas Públicas Iniciales	3.20%
Contratos de Futuros / Valoración	3.10%
Mercados Eficientes / Cuestiones Conductuales / Teoría de Agencia	3.00%
Fusiones y Adquisiciones	2.80%
Opciones Reales	1.90%
Otros	1.90%
Finanzas Internacionales	1.70%
Gobierno Corporativo	1.20%
Administración del Riesgo	0.80%
Total del Tiempo	100.00%

Fuente: elaboración con base en Womack y Zhang (2005)

Otros hallazgos fueron la adaptación de las teorías financieras y los instrumentos de la academia al campo, aunque ocurre lentamente, y la poca disposición de los directivos financieros a abandonar sus criterios favoritos a favor de los nuevos acercamientos que exponen los libros de texto, la academia o las escuelas de negocios para la solución de problemas. También se considera que muchas teorías académicas son relativamente penetrantes en la práctica, pero otras no lo son. Dentro de este panorama, se evidencia la aplicación práctica de las herramientas de las escuelas de negocios, aunque no se apliquen con la fuerza y la rapidez que se deseara (Gifford, 2001).

Todo esto responde al principio planteado por Merton (1998), de que si bien existen herramientas financieras modernas y realmente poderosas al servicio de los practicantes de finanzas, no todo lo que es elegante y desafiante en la ciencia tiene porque ser práctico; e indudablemente, no todo lo que es práctico en la ciencia es elegante y desafiante. >>

Los mercados emergentes pueden contar con muchas deficiencias o imperfecciones, pero a su vez son relativamente pequeños, lo que permite su uso como verdaderos laboratorios donde se puede analizar y poner a prueba muchas teorías.

#Womack (2001) detecto que el tópico "opciones", así como los modelos para su valoración, poseía una fuerte presencia (cerca del 75% de todas las universidades ya formalmente lo enseñaban) con una aparente tendencia al crecimiento dentro de sus programas.

>> REFLEXIONES PARA LOS INTERESADOS EN MERCADOS EMERGENTES LATINOAMERICANOS

Los académicos y ejecutivos de nuestros mercados no deberían confiar ciegamente en las teorías y modelos financieros aprendidos con anterioridad, como si éstos fueran verdaderos hechos incuestionables ya que desmerita el quehacer profesional (Bernstein, 2005 y Arnott, 2005).

Los mercados emergentes pueden contar con muchas deficiencias, anomalías, o bien, imperfecciones, pero a su vez son relativamente más pequeños, lo que permite su uso como verdaderos laboratorios, casi hechos a la medida, en donde se puede analizar y poner a prueba muchas de estas teorías, las cuales podrían arrojar resultados a estudios empíricos que pueden interesar no sólo a estos mismos mercados, sino también a la vasta comunidad académica a nivel internacional. En este sentido, esta investigación luce promisoría y, a la vez, verdaderamente retardadora. Samuelson (1965) ha sido claro al manifestar que nunca se obtendrá algo a partir de nada, es decir, de una base no empírica de axiomas nunca se tendrán resultados empíricos. Partiendo de esto, resulta necesario involucrar a los investigadores y académicos de estos mercados en este proceso para construir una ciencia administrativa.

En el marco de investigación actual, nace la posibilidad de explorar, en nuestro medio, una valiosa línea de investigación por la vía de las finanzas conductuales, a modo de complemento a la teoría existente hoy en día. Sin embargo, las teorías neoclásicas todavía tienen mucha fuerza y potencial de investigación, por lo que se han sugerido los mejores diarios, universidades y profesores, líderes en este campo, con el fin de brindar a nuestros investigadores un panorama más claro que les permita apoyar e iniciar cualquier proceso de este tipo. También se mencionaron los diarios en donde se pueden publicar los hallazgos de la investigación, en caso de que lo ameriten.

Roll (1994) detalla ciertos tópicos de conocimiento obligatorio por parte de los ejecutivos financieros (ya sea que dirijan una compañía grande, mediana o pequeña), por ejemplo: instrumentos de valoración de opciones simples ó complejas, la relación entre el riesgo y el retorno, el conocimiento de ciertas condiciones de paridad económicas, métodos de cobertura, la hipótesis de los mercados eficientes y la teoría del portafolio.

En este marco, es necesario someter a escrutinio los programas de finanzas de las universidades del más alto nivel ejecutivo, para determinar si, en efecto, existen cursos que ya no deberían forma parte de estos, o bien, detectar si incluyen herramientas consideradas como obsoletas.

En criterio del autor de este artículo, se debe actualizar los programas de finanzas de nuestras universidades con el propósito de incorporar las herramientas indispensables para el ejecutivo financiero moderno. Estos programas deben incluir aspectos medulares, como los modelos de proyección financiera y técnicas de modelaje financiero; instrumentos para el control de riesgos, como los futuros y las opciones; instrumentos financieros más avanzados que logren capturar tanto la incertidumbre presente en el medio ambiente, como la flexibilidad de los ejecutivos para responder a esta

situación de forma activa; y los tópicos de valoración de activos, que permiten entender y preciar el efecto del riesgo por medio del uso de instrumentos provenientes de la economía financiera.

Otro tema que no debería olvidarse es la incorporación de nuevas vertientes de análisis desde el punto de vista de las finanzas conductuales, pues, en esencia, se busca preparar a los futuros empresarios para que entiendan la realidad de los mercados donde operan y, de esta forma, facilitar la correcta toma de decisiones.

Dentro de este contexto, se precisa la existencia de al menos un curso de productos derivados, donde se provea a los ejecutivos de las habilidades necesarias para valorar y emplear instrumentos de este tipo, tal es el caso de las opciones, futuros, swaps y forwards. La idea es que se enfatizen los principales productos de cobertura con que cuentan los ejecutivos para el manejo de algunos de los riesgos a los que están expuestas sus empresas. También sería importante un curso que se enfoque, con más detenimiento, en las opciones financieras, pues este instrumento derivado es el más versátil que existe para ofrecer derechos sin ninguna obligación. Es necesario destinar mayor tiempo al estudio de esta teoría, de los fundamentales que explican su valor, de su papel como instrumento para el control de riesgos, y de los diferentes modelos que existen para valorarlas, tanto simples como complejos.

Las recomendaciones anotadas deberían allanar el camino a seguir, pues nos brinda un punto de referencia sobre el cual fijar la mirada y llevar a cabo acciones concretas para poder equiparar la práctica financiera moderna de nuestro contexto a un perfil de clase mundial.

Referencias bibliográficas

- Alexander, J., y Mabry, R. (1994). Relative Significance of Journals, Authors, and Articles Cited in Financial Research. *The Journal of Finance*, 49 (2): 697-712.
- Arnott, R. D. (2005). Whither Finance Theory? *Financial Analysts Journal*, 61 (1):12-14.
- Bernstein, P. L. (2005). Capital Ideas: From the Past to the Future. *Financial Analysts Journal*, 61 (6): 55-59.
- Black, F., y Scholes, M.S. (1973). The pricing of options and corporate liabilities, *Journal of Political Economy*, 81 (3): 637-654.
- Fama, E. F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25 (2): 383-417.
- Gibbons, M.R. (1987). The Interrelations of Finance and Economics: Empirical Perspectives. *The American Economic Review*, 77 (2): 35-41
- Gifford, D. Jr. (2001). How CFOs really practice finance shareholder value could suffer by following "rules of thumb" instead of textbook theory. *MIT Sloan Management Review*, 42 (2): 16-17.
- Graham y Campbell. (2000). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field, *Journal of Financial Economics*, 60: 187-243.

- Hakansson, N. (1979). The Fantastic World of Finance: Progress and the Free Lunch. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 14 (4): 717-734.
- Jenkinson, T. (2008). The University of Oxford. Oxford Said Business School. MSc in Financial Economics 2009/2010 E-Brochure Recuperado el 23/09/2008 de http://www.sbs.ox.ac.uk/downloads/MFE_ebrochure/index.htm#
- Kahneman, D. y Tversky, A. (1979). Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, 47 (2): 263-292.
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, 47 (1): 13-37.
- Markowitz, H. M. (1952). Portfolio Selection. *Journal of Finance*, 7 (1): 77-91.
- Merton, R. C. (1998). Applications of Option-Pricing Theory: Twenty-Five Years Later. *The American Economic Review*, 88 (3): 323-349.
- Merton, R. C. (1973). Theory of Rational Option Pricing. *Bell Journal of Economics and Management Science*, 4 (1): 141-183.
- Modigliani, F. y Miller, M.H. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*, 34 (4): 411-433.
- Modigliani, F. y Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48 (3): 261-297.
- Nevins, D. (2004). Goals-Based Investing: Integrating Traditional and Behavioral Finance. *The Journal of Wealth Management*, 6 (4): 8-23.
- Roll, R. (1994). What every CFO should know about scientific progress in financial economics: What is known and what remains to be resolved. *Financial Management*, 23 (2): 69-75.
- Samuelson, P. A. (1965). Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. *Industrial Management Review*, 6 (2): 41-49.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19 (3): 425- 442.
- Shiller, R. J. (2003). From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17 (1): 83-104.
- Shiller, R. J. (2006). Tools for Financial Innovation: Neoclassical versus Behavioral Finance. *The Financial Review*, 41 (1):1-8.
- Weston, J. F. (1974). New Themes in Finance. *The Journal of Finance*, 29 (1): 237-243.
- Weston, J. F. (1975). A Managerial Orientation in the First Finance Course. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 10 (4): 699-704
- Womack, K. L. (2001). Core Finance Courses in the Top MBA Programs in 2001. Tuck School of Business Working Paper No. 01-07. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=291973>
- Womack, K. L. y Zhang, Y.N. (2005). Core Finance Trends in the Top MBA Programs in 2005. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=760604>

RESUMEN:

En este artículo se detalla la evolución de la teoría financiera moderna y se mencionan las universidades, medios de publicación, autores y países que lideran este tipo de investigación. También se lleva a cabo un examen de los programas de finanzas de las mejores escuelas de negocios a nivel mundial, para lograr establecer un panorama claro de los tópicos más relevantes. Por medio de la investigación bibliográfica se busca exponer el progreso que ha presentado el campo de las finanzas a la luz de la creciente investigación y su influencia sobre los contenidos de los mejores programas de estudio a nivel mundial. El objetivo final es que las escuelas de negocios latinoamericanas actualicen, con más facilidad, los programas de las maestrías en administración de empresas con énfasis en finanzas.

Palabras Clave: Evolución financiera, teoría financiera, programas de finanzas, contenidos de finanzas, actualización financiera.

ABSTRACT:

The evolution of modern financial theory is detailed. The universities, published media, authors and countries leading this type of research are identified. The finance curricula of the world's best business schools are examined to obtain a clear view of the topics considered as the most relevant in that focus. The objective of the bibliographical research is to reveal the advances that the finance specialization has had from the perspective of the growing research in this area, and the impact it has also had on the content of the best finance programs of the world. The final goal is to facilitate the actualization of the Master in Business Administration with focus on Finance programs of the Latin American Business Schools.

Keywords: Financial evolution, financial theory, finance programs, finance contents, finance actualization.