

PRESENTE Y FUTURO DE LAS FINANZAS CORPORATIVAS¹**PRESENT AND FUTURE OF CORPORATE FINANCE****Fernando Gómez-Bezares****RESUMEN**

Este artículo, tal como refleja su título, expone cuál es la realidad actual y las perspectivas de futuro de las finanzas corporativas. Comienza explicando su nacimiento como disciplina académica y su evolución, centrándose en los problemas que se abordan y las soluciones que se aportan a finales de la década de los setenta del pasado siglo, que puede considerarse como el momento de su consolidación (paradigma de los setenta). Se analizan después las principales aportaciones de los últimos 40 años, con sus fortalezas y sus debilidades; constatando que el avance no ha sido disruptivo. Concluye el trabajo viendo por dónde podrían o deberían ir los progresos de las finanzas corporativas en los años venideros.

ABSTRACT

This article, as it is reflected in its title, sets out what are the current reality and future prospects of corporate finance. It begins by explaining its birth as an academic discipline and its evolution, focusing on the problems that are addressed and the solutions that are used in the late seventies of the last century, which can be considered as the moment of its consolidation (paradigm of the seventies). After that there is an analysis of the main contributions of the last 40 years, with their strengths and weaknesses; noting that the progress has not been disruptive. The work concludes by looking at where the progress of corporate finance could or should go in the years to come.

PALABRAS CLAVE:

Finanzas corporativas; paradigma de los setenta; decisiones financieras.

Clasificación JEL: B26; G30.

KEYWORDS:

Corporate finance; paradigm of the seventies; financial decisions.

JEL Classification: B26; G30.

¹ a. Enviado/Submitted: 08-05-17

b. Aceptado/Accepted: 23-08-17

1.- INTRODUCCIÓN

El objetivo de este trabajo es estudiar la evolución reciente y las perspectivas de futuro de las finanzas empresariales o corporativas tal como se explican en la universidad: qué problemas se tratan y qué soluciones se aportan; pero previamente haré un poco de historia². Podemos situar el nacimiento de las finanzas, como disciplina académica, alrededor del año 1900, en Estados Unidos; pero esto no es obstáculo para que tengamos constancia de operaciones financieras prácticamente desde que hay escritura, que permita alguna forma, aunque sea rudimentaria, de contabilidad. Podemos remontarnos a más de 3.000 años a.C., con los sumerios, para encontrar préstamos con interés o, por lo que hoy conocemos, el primer edificio bancario del mundo: el Templo Rojo de Uruk³.

Para conocer la historia de las finanzas una fuente importante es la historia de la contabilidad, así como el resto de disciplinas históricas, y para tomar decisiones financieras en cada momento histórico es bien conocido que la contabilidad resulta una fuente fundamental de información. Es más, para poder interpretar y utilizar correctamente los registros y los estados contables, el financiero precisa de conocimientos de contabilidad; y cuando nos referimos al pasado, todavía más si es remoto, deberá recurrir a los conocimientos que proporciona la historia de la contabilidad (Hernández, 2010). Pero, de parecida manera, los estudiosos y los que elaboran la contabilidad necesitan tener conocimientos financieros para entender cómo y para qué se usa la información. Así, es bueno que tengan presente que al realizar valoraciones en el activo condicionan la evolución del endeudamiento de la empresa, o que para dichas valoraciones las finanzas pueden aportar mucho. Un trabajo sobre la evolución de las finanzas es importante también para los expertos en contabilidad, que podrán entender mejor para qué se ha ido utilizando la información por ellos elaborada; a la vez que les planteará retos: si como comentaré en este trabajo las finanzas empresariales van hacia la “sostenibilidad”, ¿cómo se debe informar sobre la sostenibilidad social y medioambiental?, ¿cómo se debe auditar? En mi opinión finanzas y contabilidad se necesitan mutuamente, y es positivo para la práctica y para la investigación en ambas disciplinas un alto conocimiento mutuo. Desde hace más de 5.000 años tenemos registros contables y sabemos de operaciones financieras; probablemente también las hubo antes.

El que esto haya sucedido es perfectamente lógico: las finanzas son útiles para los seres humanos. Sintetizando: queremos poder trasladar el dinero de los que les sobra

² Tal historia, con mayor detalle que aquí, puede encontrarse en Gómez-Bezares (1995). Y se completa en Gómez-Bezares (2016, caps. 8, 9 y 11), así como en Gómez-Bezares, Madariaga, Santibáñez y Apraiz (2013, caps. 20 y 21; en su capítulo 1 puede verse también la obra antes citada de 1995).

³ Véase Pérez Ramírez (2011, pág. 31).

(ahorradores) a los que lo necesitan (personas que desean endeudarse para consumir o empresas que desean invertir, por ejemplo), y esto es lo que hacen los bancos o los mercados financieros; por otro lado hay personas que quieren cubrir riesgos, trasladándoselos a otros que aceptan correrlos, como puede ocurrir en los mercados de derivados y es lo característico de las compañías de seguros; finalmente tenemos las finanzas corporativas que se dedican a buscar los fondos necesarios para *financiar* la actividad empresarial y a *invertirlos* adecuadamente. Inversión y financiación son las dos caras de las finanzas corporativas, las dos grandes decisiones de las finanzas empresariales: decisiones de activo (inversión) y decisiones de pasivo (financiación)⁴.

En ocasiones se ha distinguido entre finanzas corporativas, finanzas de mercado y empresas típicamente financieras como banca o seguros⁵. En mi opinión las finanzas corporativas son el núcleo de las finanzas; dicho de otra manera: las finanzas son la ciencia de la valoración⁶, la clave es valorar bien para tomar decisiones que aporten valor, luego el Valor Actualizado Neto (VAN), criterio típico para la creación de valor, va a ser la principal guía en nuestras decisiones.

Pero volvamos a la historia, desde comienzos hasta mediados del siglo XX, primera cincuentena de las finanzas académicas, estas fueron bastante descriptivas: se explicaban las instituciones o los instrumentos financieros, el funcionamiento financiero de las empresas..., y eso sigue siendo necesario, pero no se utilizaban modelos convincentes para la toma de decisiones financieras. Precisamente esto último es lo fundamental en las actuales finanzas. Hasta los años cincuenta del pasado siglo se cultivó principalmente el que se ha denominado *enfoque tradicional de las finanzas*, representado por autores como Arthur Stone Dewing (1920) o Charles W. Gerstenberg (1924), profesores, respectivamente, de las universidades de Harvard y Nueva York.

Este enfoque tradicional se fijaba prioritariamente en la búsqueda de financiación, pues empresas cada vez mayores necesitaban mayor financiación. De la misma manera se estudiaban los procesos de concentración empresarial. El crecimiento en la dimensión de las empresas tuvo mucho que ver con el nacimiento de las finanzas académicas⁷.

En los años cincuenta del siglo pasado comienza el *enfoque moderno de las finanzas*, con autores como Harry Markowitz, James Tobin, Franco Modigliani, Merton Miller, William Sharpe, Kenneth Arrow, Gerard Debreu, Eugene Fama, Myron Scholes, Robert Merton⁸, J. Hirshleifer, John Lintner, Michael Jensen, Richard Roll, Fischer

⁴ Suelo empezar mis clases de finanzas corporativas, sobre todo en cursos de postgrado, dibujando un balance, su activo y su pasivo (donde incluyo el patrimonio neto), y diciéndoles: lo que vamos a estudiar es cómo tomar decisiones óptimas para el activo (decisiones de inversión), y para el pasivo (decisiones de financiación), lo que prueba una vez más que finanzas y contabilidad son disciplinas hermanas.

⁵ Puede verse, por ejemplo, en Gómez-Bezares (2014, figura 3).

⁶ También la valoración es un problema importante en la contabilidad.

⁷ Dewing (1920, vol. 4, pág. 34) afirma que las grandes compañías manufactureras no aparecen hasta finales del siglo XIX.

⁸ Todos estos galardonados con el premio Nobel de Ciencias Económicas: Markowitz en 1990, Tobin en 1981, Modigliani en 1985, Miller en 1990, Sharpe en 1990, Arrow en 1972, Debreu en 1983, Fama en 2013, Scholes y Merton en 1997.

Black, Stephen Ross⁹... Que trabajan en la teoría de cartera, en la teoría de preferencia de estado, en las políticas de financiación y dividendos, en los modelos de valoración, en la eficiencia de los mercados o en la teoría de agencia. Todos estos autores publican sus trabajos fundamentales entre principios de los años cincuenta y finales de los setenta del siglo XX (véase Figura 1), dando lugar a un paradigma que he denominado paradigma de los setenta¹⁰.



Figura 1

El objetivo financiero de la empresa es maximizar el valor de la compañía en el mercado, lo que apoya una correcta asignación de los recursos. Para ello es fundamental desarrollar una política de inversión basada en buenos modelos de valoración que guíen a las empresas hacia decisiones que creen valor, y unos mercados (eficientes) que reflejen esa creación de valor. Es por lo que los modelos de valoración y la eficiencia de los mercados son dos pilares fundamentales del paradigma, que se va desarrollando además con un método de investigación basado en la contrastación empírica de los diferentes modelos. He tratado de reflejar este paradigma en la Figura 2.

⁹ Lista tomada de la dedicatoria del famoso libro de Copeland y Weston (1988) a la que he añadido a Tobin.

¹⁰ Véase Gómez-Bezares (1995), donde puede ampliarse todo lo aquí comentado.



Figura 2

Las finanzas que surgen del paradigma de los setenta son las que han guiado la docencia de las finanzas en los últimos cuarenta años, se han ido introduciendo rápidamente en empresas y mercados, y han encauzado la investigación en esta época, en la que, aunque se ha seguido avanzando, no ha habido cambios disruptivos (Gómez-Bezares, 2005; Del Brío y Vallelado, 2015). Han aparecido anomalías que han afectado a dos buques insignia del paradigma: la eficiencia y los modelos de valoración (especialmente al Capital Asset Pricing Model -CAPM-), que están íntimamente unidos. En efecto, si yo quiero saber si los mercados valoran adecuadamente (eficiencia), tendré que testarlo viendo si lo hacen de acuerdo a un determinado modelo de valoración; si así ocurre, podré aceptar la hipótesis de que eficiencia y modelo de valoración funcionan, si no alguno de ambos o los dos fallan. Ha habido muchos tests que han fallado y de ahí que hablemos de anomalías¹¹.

Por otro lado, han aparecido las finanzas conductuales (behavioral finance) que tratan de comprender cómo actuamos los seres humanos en el mundo financiero, separándose de la idea de que somos simples maximizadores de utilidades esperadas. Podemos citar a tres premios Nobel de economía como Herbert Simon, Maurice Allais y

¹¹ Véase Gómez-Bezares (2016).

Daniel Kahneman¹². Los dos primeros, desde la economía, ven que los agentes no se comportan según lo que tradicionalmente hemos entendido como racionalidad; Kahneman lo analiza desde la psicología cognitiva (véase Pascale, 2007). Estas ideas quedan reflejadas en la Figura 3, dando a entender que son como nubes que amenazan el paradigma, pero, en mi opinión, el paradigma de los setenta sigue sólido en la actualidad¹³.

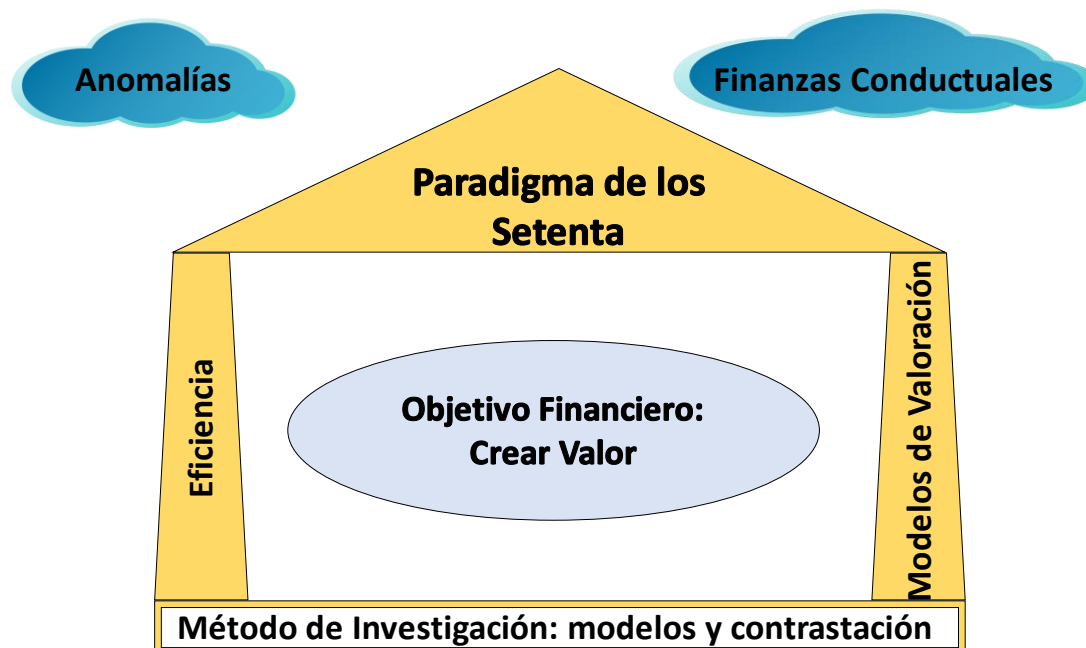


Figura 3

En las finanzas corporativas se ha aceptado que las tres grandes decisiones financieras son: inversión, financiación y dividendos; y si incluimos los dividendos en la decisión de financiación, nos quedaríamos, como he comentado antes, con *inversión* y *financiación*. Es cierto que tienen importancia el análisis o la planificación financiera, las decisiones a corto plazo, las concentraciones o el gobierno corporativo, pero los grandes modelos de decisión son los de inversión y financiación.

Si tratamos de ser aún más concretos, yo creo que el verdadero motor de las finanzas corporativas es la inversión. En efecto, desde los trabajos de Modigliani y Miller (1958, 1961) va cogiendo fuerza la idea de que, en mercados perfectos, no podemos agregar valor a la empresa mediante las políticas de financiación y dividendos; esta postura es sin duda algo extremada, los mercados no son perfectos, pero refleja una idea fundamental: cuanto mejor funcionen los mercados (más se parezcan a los perfectos) más

¹² Que obtuvieron el premio Nobel en 1978, Herbert Simon; en 1988, Maurice Allais; y en 2002 Daniel Kahneman.

¹³ Pueden verse Gómez-Bezares (2005), Del Brío y Vallelado (2015) o Brealey, Myers y Allen (2010).

claro estará que la creación de valor va a venir de la mano de la inversión. Razonando de otra manera sobre este mismo hecho, y reivindicando el papel preponderante de la inversión, recuerdo un empresario que me decía: una buena inversión puede soportar una mala financiación, pero una mala inversión ni con buena financiación se salva.

De esta manera la clave para la creación de valor es una adecuada política de inversión guiada por el VAN. Para su obtención, además, nos hemos visto obligados a calcular el coste de los fondos (propios y ajenos), la influencia que en dicho coste tiene el riesgo del activo o la estructura financiera (proporción de fondos propios y ajenos en el pasivo de la empresa), cómo influye en el coste de los fondos propios la política de dividendos... Además hemos tenido que estudiar formas alternativas de considerar el riesgo o si una fusión crea o no crea valor.

Para avanzar en finanzas corporativas, y en finanzas en general, se impone un método de investigación que aunque tiene sus críticas¹⁴, como el abuso del empirismo, ha tenido también efectos muy positivos: se construyen modelos ideales, muchas veces de competencia perfecta, y se contrasta su funcionamiento en la práctica. Por este camino muchas partes de las finanzas han adquirido mayor complejidad y así en la formación de los investigadores en finanzas, y de muchos “practitioners”, se han añadido a los conocimientos tradicionales de contabilidad y derecho, conocimientos de microeconomía, de estadística y econometría, de investigación operativa o de informática. Todas estas herramientas son también importantes para la planificación y el análisis financiero, o para la gestión a corto plazo.

Se ha desarrollado también una especie de “filosofía financiera”, cuya máxima es la creación de valor, idea que ha impregnado el lenguaje empresarial, y en gran parte su práctica cotidiana. Las ideas provenientes de las finanzas corporativas se han aceptado en muchos ambientes económicos, y por supuesto empresariales, como fundamentales para medir y aumentar el valor de la compañía; de manera que es muy útil para cualquier responsable empresarial, aunque su trabajo se sitúe en un área no financiera, comprender las ideas financieras fundamentales, tal como comento repetidamente a mis alumnos de grado y postgrado.

En los últimos años las finanzas empresariales van prestando más atención a las empresas financieras por excelencia como la banca o los seguros, se preocupan cada vez más por las finanzas internacionales, lo que es imprescindible en un mundo globalizado, se han implantado potentes desarrollos para la gestión financiera interna... Pero tal vez lo más característico de nuestra época, seguramente por ser una época post-crisis, es que nos preguntamos por qué ocurrió la crisis y cómo evitar que suceda de nuevo¹⁵. En el campo de las finanzas corporativas esto nos hace reflexionar sobre el conductualismo y sobre la ética financiera; y también sobre el gobierno corporativo, los problemas de agencia y la asimetría informativa, la regulación, el tratamiento de los riesgos, el

¹⁴ Véase Gómez-Bezares (2005) o Del Brío y Vallelado (2015). Para algunos los avances, que fueron espectaculares entre los años cincuenta y setenta del pasado siglo, se han ralentizado mucho, se han ido alejando de los intereses de las empresas y se han sofisticado de manera exagerada e innecesaria.

¹⁵ Puede verse una reflexión sobre esto en Gómez-Bezares (2014).

endeudamiento, la utilización e interpretación de determinados modelos, etc.; sobre algunos de estos temas trataremos más adelante.

A partir de aquí el artículo tendrá la siguiente estructura: en el apartado 2 explicaré muy brevemente los componentes fundamentales de las finanzas corporativas que se derivan del paradigma de los setenta. En el 3 resumiré los principales avances producidos en las finanzas corporativas (centrándome en inversión, financiación y dividendos), a partir de la consolidación del paradigma. A continuación, en el 4, revisaré algunos estudios recientes. En el apartado 5 reflexionaré sobre algunos otros desarrollos importantes para las finanzas corporativas, y pasaré a las conclusiones.

2.- EL PARADIGMA EN LAS FINANZAS CORPORATIVAS

Como ya hemos visto, el objetivo financiero de la empresa es maximizar su valor en el mercado, y este objetivo debe guiar las políticas de inversión, financiación y dividendos. Además, desde los famosos trabajos de Modigliani y Miller (1958, 1961), el énfasis se ha puesto en la inversión. Un elemento clave del paradigma es la utilización del criterio de caja: para tomar decisiones debemos medir los impactos que tales decisiones tienen en la tesorería de la empresa. También se desarrollan modelos financieros de análisis y de previsión, o de gestión financiera a corto plazo¹⁶.

En la inversión el criterio por excelencia es el VAN. Resulta indiscutible en condiciones de certeza, con la matización de que pudieran presentarse situaciones con fondos limitados, en cuyo caso lo que habría que maximizar es el VAN por unidad monetaria invertida, lo que da lugar al Índice de Rentabilidad (IR); también pueden tener su utilidad el periodo de recuperación (payback) o la Tasa de Rentabilidad Interna (TRI). En condiciones de riesgo la aplicación del VAN puede hacerse ajustando el tipo de descuento en función del riesgo asumido, o utilizando equivalentes de certeza, lo que puede llevarse a cabo en base al CAPM, o mediante el empleo de otros modelos de valoración. También se aplican otras técnicas como la simulación o los árboles de decisión¹⁷, o los análisis de sensibilidad.

Respecto a la financiación, para el cálculo del coste de los fondos se usan modelos de descuento de pagos previstos. Y concretamente para los fondos propios se utilizan el modelo de dividendo constante o el de dividendo con tasa de crecimiento constante (modelo de Gordon-Shapiro). También se usa el CAPM u otros modelos de valoración. Por lo que se refiere a la decisión sobre la estructura financiera (proporción entre fondos propios y ajenos en el pasivo de la empresa), el debate se plantea entre la postura tradicional y la de Modigliani y Miller (MM). Estos últimos propugnan que la estructura financiera es indiferente en mercados perfectos, lo que puede justificarse diciendo que el coste medio ponderado de los fondos dependerá del riesgo del activo; el

¹⁶ Un libro que refleja adecuadamente la aplicación del paradigma a las finanzas corporativas es Gómez-Bezares (1986).

¹⁷ Mediante los cuales se abordan problemas que luego se afrontarán, como comentaremos, usando opciones reales.

que el activo esté financiado con más o menos proporción de fondos ajenos, llevará a cómo se va a repartir el riesgo entre unos y otros fondos pero no alterará el coste medio ponderado. Frente a MM tenemos la postura tradicional que defiende la existencia de una estructura financiera óptima: la mejor relación entre fondos propios y ajenos. Esta postura se puede justificar de diferentes maneras, y una posible es decir que el mejor tratamiento fiscal de la deuda (los intereses son deducibles de la base del impuesto de sociedades) juega a favor del endeudamiento, pero para niveles altos de endeudamiento, se aprecia un peligro de bancarrota, con sus correspondientes costes extraordinarios, lo que debe llevar a limitar el endeudamiento. Esto nos lleva a buscar un óptimo entre beneficios y costes del endeudamiento donde se encontraría la estructura financiera óptima: es el modelo *Trade-off*. Cuál de las dos es más lógica (MM o tradicional), dependerá del grado de perfección de los mercados.

Respecto a la política de dividendos la discusión se plantea entre Lintner (1956) y Miller y Modigliani (1961). Lintner estudió los criterios utilizados por las compañías a la hora de repartir dividendos; para ello observó la actuación de las empresas y utilizó entrevistas con sus directivos. Sus conclusiones fueron que existe una tendencia a repartir un porcentaje “x” del beneficio como dividendo; rechazo a disminuir el dividendo absoluto y propensión al *alisamiento*: al menos mantener el dividendo del año anterior y no hacer un reparto que no se pueda mantener en el futuro. Yo creo que el estudio de Lintner refleja adecuadamente la política de dividendos de muchas grandes empresas en esa época en Estados Unidos, y probablemente sigue siendo útil hoy en día: los accionistas valoran positivamente una política de estabilidad o de crecimiento del dividendo. Frente a este planteamiento, Miller y Modigliani (1961) mantienen algo que en mercados perfectos es totalmente lógico: el dividendo resulta indiferente. En efecto, si una empresa reparte un dividendo la cotización debe caer en el valor del dividendo (la empresa ha perdido ese valor), por lo que a los accionistas les va a dar igual; y si los accionistas quieren tener liquidez siempre pueden fabricarse sus dividendos (*homemade dividends*) vendiendo un porcentaje de sus acciones; finalmente si la empresa necesita dinero para invertir o para repartir dividendos, siempre puede ampliar capital. Lo importante es la capacidad del activo para generar fondos y la habilidad para buscar buenas inversiones; supuesto esto, un mayor reparto de dividendos puede llevar a la necesidad de hacer una ampliación de capital, pero no afecta a la riqueza de los accionistas.

Al igual que en el caso de la decisión sobre la estructura financiera, nos podemos preguntar cuál de las dos posturas es más lógica, y lo más razonable es que la respuesta vuelva a ser la misma: cuanto más se parezcan los mercados a los perfectos más razón llevarán MM. Todo esto nos invita a una reflexión: si seguimos a MM, la creación de valor en la empresa vendrá de la mano de la inversión, y serán las imperfecciones de los mercados las que darán relevancia a las políticas de financiación y dividendos. Precisamente han sido esas imperfecciones las que permiten entender dichas políticas. Mucho del desarrollo posterior del paradigma de los setenta ha ido por ese camino.

3.- AVANCES TRAS LA CONSOLIDACIÓN DEL PARADIGMA

Desde los años setenta del pasado siglo se han producido diferentes avances, que si bien no debemos considerarlos disruptivos, sí han aportado ideas interesantes para la teoría y la práctica financieras. Me centraré en este punto en algunas aportaciones

referidas a las tres grandes decisiones de las finanzas corporativas: inversión, financiación y dividendos.

Comenzando por el campo de la inversión podemos citar el Valor Actualizado Penalizado (VAP), desarrollado en el departamento de finanzas de Deusto Business School, y que se deriva de una serie de sistemas de penalización del VAN en función del riesgo, donde parece más clara la penalización lineal¹⁸.

Pero quizá el desarrollo más notable de los últimos años en el campo de la teoría financiera de la inversión empresarial sea la aplicación de las opciones reales. Supondré familiarizado al lector con el concepto de opción financiera y sobre su valoración¹⁹, a partir de aquí el concepto de opción real es una aplicación bastante directa del concepto de opción financiera a la valoración de una inversión. En efecto, supongamos que un fabricante de dulces tiene la posibilidad de comprar una máquina que puede envolver los caramelos de tres maneras distintas (a doble fleco, en puntitas o en pañuelo); él solo vende caramelos envueltos a doble fleco, pero entiende que las otras posibilidades que le ofrece la máquina le dan la “opción” de poder ofrecer nuevas presentaciones para sus productos en el futuro. Esta flexibilidad, y otras muchas, pueden considerarse y valorarse a través de la teoría de opciones. Damodaran (2001, págs. 889 y ss.) comenta tres tipos de opciones reales: de retrasar, de crecer y de abandonar. Sobre esas ideas, las explicaré a mi manera:

- Opción de retrasar: supongamos que tenemos los derechos exclusivos para realizar un proyecto (puede ser por una disposición legal, como puede ser una patente, o por algún otro tipo de barrera de entrada). Si entiendo que ese negocio tiene una vida limitada (pongamos 10 años) y ahora la economía no está bien, puede interesarme retrasar el lanzamiento del proyecto hasta un momento en que la economía este boyante, para “exprimir” lo más posible esos diez años de vida útil. Nos encontramos ante una opción para hacer la inversión que tendré que decidir cuándo la ejercito y si la ejercito.
- Opción de crecer: pensemos en una empresa que se está planeando abrir una agencia para gestionar sus ventas en un país extranjero. Hechos sus primeros cálculos, concluye que el VAN es negativo, por lo que la primera idea es rechazar el proyecto. Pero el responsable de la empresa puede entender que el abrir esa agencia, va a posicionar especialmente a nuestra empresa en ese país, por lo que la decisión de abrirla lleva aparejado un VAN, pero también una opción de, según cómo vayan las cosas, poder crecer con nuevos productos en el futuro en ese país, gracias al conocimiento que hemos adquirido sobre él y al nombre que hemos conseguido; puede ocurrir que sumando el valor del VAN y el de la opción, dé positivo. Similar es el caso de la empresa que se introduce en un nuevo negocio,

¹⁸ Véase Gómez-Bezares (1993). También es interesante el conjunto del libro donde se encuentra este trabajo.

¹⁹ De no ser así puede acudir a numerosos manuales de finanzas como Brealey, Myers y Allen (2010) o Damodaran (2001).

con una nueva tecnología; puede ser que el VAN sea negativo, pero esté también valorando la opción de crecer, si fuera interesante, en esa nueva tecnología.

- Opción de abandonar: pensemos en una empresa que adquiere un gran edificio para instalarse (pueden ser unos grandes almacenes) en el centro de la ciudad; y supongamos que ese activo no solo no va a perder valor, sino que lo irá aumentando con el tiempo. No cabe duda de que si el negocio fuera mal siempre tendrá la opción de vender el edificio; luego al VAN normal del proyecto hay que sumarle el valor de la opción de venta.

En mi opinión la idea de las opciones reales es muy interesante, y cualquier empresario debería tener estas cosas en cuenta, aunque hay que tener cuidado porque la realidad es muy compleja, y podríamos encontrar opciones en casi todos los sitios. Pero lo más grave es que son difíciles de valorar. Hay importantes desarrollos matemáticos para facilitar la valoración de opciones, pero mi impresión es que la aplicación de estos métodos de valoración a las opciones reales en la práctica es relativamente escasa²⁰.

También se han desarrollado nuevos modelos para el cálculo del coste del capital. Al CAPM se le han ido haciendo ampliaciones²¹, pero creo que seguimos lejos de encontrar una solución definitiva.

También se ha popularizado el uso de diferentes acrónimos: MVA (*Market Value Added*), EVA (*Economic Value Added*), VaR (*Value at Risk*), CFaR (*Cash Flow at Risk*), EaR (*Earnings at Risk*), EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), RORAC (*Return On Risk-Adjusted Capital*)²², etc., que se utilizan en el análisis financiero y en la toma de decisiones. En realidad no se trata de conceptos nuevos, son conocidos desde hace tiempo, o pueden entenderse como adaptaciones de ideas elaboradas en el pasado. Sin embargo es justo reconocer que su uso ha dotado de mayor precisión a las finanzas. Lo mismo sucede con la utilización de importantes programas estadísticos para el cálculo de riesgos.

El VaR puede ser útil para conocer el capital necesario para poder superar una situación adversa, por lo que, unido al cálculo del coste de los fondos al que antes me he referido, nos introduce en las decisiones de financiación. De hecho un tema que se plantea actualmente es el de las relaciones entre las decisiones de inversión y financiación; en efecto, aparte de la obvia relación entre coste de los fondos y riesgo del activo, también es cierto que un activo más arriesgado precisará de más fondos propios para tratar de

²⁰ Debemos ser conscientes de que en la valoración de opciones reales hay que hacer estimaciones que pueden resultar discutibles, aceptar hipótesis en las que no confiamos, aparte de la propia complejidad de los métodos. Todo esto hace que su uso en la práctica sea todavía reducido.

²¹ Algunas pueden englobarse en el APT (Arbitrage Pricing Theory) de Ross (1976). Un resumen puede encontrarse en Gómez-Bezares (2016). Un ejemplo de estos modelos puede ser el que usan Fama y French (2017), que trabajan sobre su modelo de cinco factores (Fama y French, 2015). Personalmente mantengo una matizada desconfianza con este tipo de modelos, que entran en diferentes contradicciones.

²² Invito al lector a que busque en internet el contenido de estos conceptos, si no los conoce ya. Si están bien explicados, no tendrá ninguna dificultad en entender su significado y utilidad; siempre que posea una formación contable y financiera poco más que básica.

minimizar el riesgo de quiebra. Algo más sobre estas relaciones comentaremos más adelante.

Entremos, por lo tanto, en las novedades en las decisiones de financiación. Respecto al cálculo del coste de los fondos ya he comentado antes que se van ampliando los modelos, haciéndose más complejos. Esta tendencia va de la mano de otra muy generalizada en las finanzas de los últimos 40 años: el empirismo; se buscan modelos por procedimientos puramente empíricos, con escasa base teórica y con resultados poco satisfactorios, que hacen que el CAPM²³ siga en la base de nuestros procedimientos, y sigamos también usando el modelo de Gordon-Shapiro.

Una novedad, sin duda interesante, es el modelo de “Utilización Jerárquica” o *Pecking Order*, que establece una jerarquía en la apelación a la financiación: primero recurriremos a la autofinanciación, después acudiremos a la deuda, para, en último lugar, solicitar el apoyo de los accionistas haciendo una emisión de acciones²⁴. La explicación a esta ordenación puede ser la siguiente: partiendo de unos dividendos estables (tal como propugna Lintner, 1956), si la empresa necesitara financiación, según la teoría del *Pecking Order*, apelaría en el orden antes establecido, prefiriendo la más fácil de obtener. En efecto, la autofinanciación parece más fácil de obtener que la financiación externa, y dentro de esta, la deuda es más fácil que pedírselo a los accionistas. La explicación de estas preferencias puede venir por la comodidad de los directivos, lo que denotaría un problema de agencia²⁵, o puede haber buenas razones para ello. Así puede entenderse que los directivos buscan la financiación con menos costes de emisión (lo que cuadra razonablemente con el orden antes establecido), y que menos perjudique al valor de las acciones. Respecto a esto último, centrándonos en la financiación externa (deuda o acciones), una ampliación de capital puede interpretarse como una mala noticia para la cotización de las acciones²⁶, mientras que un aumento de la deuda puede considerarse positivo²⁷.

Un importante trabajo se está haciendo en todo lo referido a la visión de la financiación desde la teoría de agencia. Según esta teoría, los directivos deberían tomar sus decisiones actuando como agentes leales de los propietarios, buscando la maximización del valor de la compañía²⁸. Cuando esto no sucede, aparece el “problema de agencia”. La existencia de este tipo de problemas está muy relacionada con la

²³ O, como comentaba en una nota anterior, el APT.

²⁴ Myers y Majluf (1984); puede verse explicada en Brealey y Myers (1991); y con antecedentes en Donaldson.

²⁵ Los directivos no estarían actuando como leales agentes de los propietarios (que es lo que son), sino buscando sus propios intereses.

²⁶ Pues los directivos pueden hacer la ampliación pensando que es un buen momento para hacerlo porque las acciones, en su opinión, están sobrevaloradas. O porque no tienen más remedio al no tener autofinanciación ni nadie que les preste dinero. También puede interpretarse que hacen la ampliación para “tapar agujeros”.

²⁷ Volveremos sobre esto un poco más adelante.

²⁸ Todo esto puede ampliarse y hablar de los directivos como “agentes” del conjunto de los stakeholders o “partícipes sociales”, y consecuentemente ampliar el objetivo que persiguen. Pero nos quedaremos aquí, de momento, con la versión más clásica.

“asimetría informativa”, en este caso entre directivos y propietarios. Así nos podemos encontrar con directivos muy preocupados por el crecimiento y supervivencia de la empresa, por diversificar riesgos o evitar el riesgo, incluso por emplear recursos en su propio beneficio, aun cuando estas actuaciones no beneficien e incluso perjudiquen a los propietarios. Así, durante la crisis que comenzó en 2007, se han puesto de manifiesto desarrollos empresariales alejados de la lógica, que, al menos a corto plazo, beneficiaron a sus directivos. Como también hemos visto “huidas hacia adelante” que no hacían sino aumentar los problemas. Y todo esto tiene mucho que ver con la existencia de una asimetría informativa entre directivos y propietarios, que lleva a estos últimos a tener que fiarse de los primeros. También pueden aparecer asimetrías informativas y conflictos de agencia entre directivos y acreedores o con otros grupos de interés.

La financiación puede proporcionar *señales e incentivos* interesantes para paliar estos problemas de agencia²⁹. En efecto, un aumento del endeudamiento disminuye el flujo de dinero disponible por parte de los directivos (una proporción ha de dedicarse al servicio de la deuda: pago de intereses y amortización del principal), esto disciplina a los directivos que tendrán menos posibilidades de acometer inversiones no rentables o de hacer gastos superfluos. Además los prestamistas realizarán también una labor de supervisión de la marcha de la compañía, complementando la que realizan los accionistas, lo que puede llevar a los directivos a sentirse más vigilados y a ser más ortodoxos en su gestión. Por otro lado un aumento de la deuda es señal de que los prestamistas se fían de la empresa y de que tienen confianza en su futuro (conclusión a la que habrán llegado tras sus correspondientes análisis), a la vez que también es señal de que los directivos tienen confianza en poder atender al servicio de la deuda (si no, probablemente, hubieran preferido no pedir el préstamo), y todo esto, en un contexto de asimetrías informativas, es señal de las buenas perspectivas de la empresa. Simultáneamente los directivos estarán incentivados a esforzarse para poder atender sus compromisos con los prestamistas, y así mantener el buen nombre de la empresa, y el suyo propio, en el mercado de crédito, lo que les animará a ser buenos gestores. Finalmente los proveedores de fondos ajenos de la compañía pondrán sus límites al endeudamiento de la misma, por la posibilidad de que, con una deuda muy grande, se produzca una suspensión de pagos o una quiebra. También pueden tratar de limitar el endeudamiento para evitar comportamientos oportunistas de los directivos o incluso de los accionistas; una empresa muy endeudada puede animarse a acometer operaciones muy arriesgadas: si salen bien, pueden ganar mucho, y si salen mal solo pueden perder los fondos propios (que en una empresa muy endeudada serán proporcionalmente pocos), sufriendo la mayor parte de la pérdida los acreedores. Sin olvidar que una deuda muy alta puede llevar a unos costes de supervisión exagerados por parte de los prestamistas, solicitud de garantías, o incluso injerencias de los acreedores en la gestión de la empresa.

Vemos, en consecuencia, que el aumento de la deuda se puede interpretar como una buena noticia sobre la marcha de la empresa: si una empresa reduce sus fondos propios, por ejemplo amortizando capital social, y aumenta su deuda, las razones

²⁹ Sugestivo en este sentido es el trabajo de Azofra y Fernández (1999), donde el lector puede encontrar también ilustrativas referencias a contrastes empíricos.

expuestas más arriba llevarían a un aumento del valor de las acciones, luego el endeudamiento sería beneficioso. Pero tal endeudamiento quedaría limitado por los acreedores y se encarecería al llegar a volúmenes muy altos, lo que nos llevaría a una nueva versión de la “estructura financiera óptima”.

También se ha seguido trabajando sobre el modelo *Trade-off*³⁰. Antes ya hemos hablado de beneficios fiscales y costes de bancarrota; se trataría de buscar un equilibrio entre estos beneficios y costes del endeudamiento. Se ha analizado el conjunto de la carga impositiva (impuesto de sociedades y de la renta de las personas físicas, u otros que pudieran afectar) en los diferentes ordenamientos legales, así como la realidad de los costes de bancarrota; y todo esto es dinámico por lo que debe seguirse estudiando. También puede ser importante el tipo de activos que posee la empresa, pues dependiendo de sus características las pérdidas ante una liquidación pueden ser distintas, pero sobre eso volveremos más adelante³¹.

Y siguiendo con lo anterior, muchas veces es fundamental estudiar todos los costes que en las diferentes circunstancias afectan a las operaciones: costes de emisión, de transacción, de formalización, etc. (y esto vale para la decisión de financiación, pero también para las de inversión o de dividendos). O condicionamientos legales (como pueden ser las limitaciones al endeudamiento que pueden aparecer, como de hecho ocurre en la banca) o de otro tipo.

También se han hecho muchos trabajos sobre el estudio del pasivo y de sus diferentes instrumentos desde la teoría de opciones³².

Pero volviendo a los problemas de agencia y asimetría informativa, debemos ser conscientes de que estos varían mucho entre empresas³³. Así en pequeñas empresas, o incluso en algunas no tan pequeñas, es frecuente que los propietarios estén muy encima del negocio, por lo que los problemas de agencia pueden disminuir drásticamente, a la par que lo hace la asimetría informativa. Puede incluso suceder que los propietarios sean los propios directivos, por lo que estos problemas, tal como antes los hemos dibujado, desaparecerían. Los problemas de agencia se refieren fundamentalmente a las grandes compañías donde dirección y propiedad están muy alejadas. Todas las argumentaciones sobre la posibilidad de encontrar una financiación óptima para paliar los problemas de agencia y las asimetrías informativas, carecerían de sentido si esto no se da en la empresa afectada; y lo mismo sucederá con algunas de las argumentaciones que comentaré al hablar de la política de dividendos.

Con todo, hemos de ser conscientes de que las consideraciones en base a señales e incentivos son muy importantes en las actuales finanzas corporativas, donde las asimetrías informativas, que se dan tan frecuentemente, se palían con señales creíbles, y los problemas de agencia con sistemas de incentivación adecuados³⁴.

³⁰ Aunque el lector puede apreciar que nuestro anterior razonamiento en base a “señales e incentivos” también podría entenderse como un *Trade-off*.

³¹ Puede verse Brealey y Myers (1991, págs. 538-539).

³² Puede verse, como ejemplo, Lamothe y Pérez Somalo (2013) donde se aborda la valoración de las participaciones preferentes, que tantos problemas han causado en España.

³³ También, incluso, entre diferentes contextos legales y culturales.

³⁴ A la vez que se usan para disminuir ambos problemas los apropiados sistemas de control.

Un último tema que quiero tratar en este apartado respecto a la financiación es la separabilidad entre las decisiones de inversión y financiación. En los libros de texto de finanzas suele tratarse por un lado la decisión de inversión y por otro la de financiación. Seguramente, razones pedagógicas animan a seguir esta línea, dando a entender que ambas decisiones pueden estudiarse separadamente. Desde un punto de vista teórico, probablemente, fue el trabajo de Modigliani y Miller (1958) el que al considerar irrelevante la forma de financiación, animó a estudiar de forma independiente la inversión. Tengamos en cuenta que este trabajo está considerado como uno de los más influyentes en las finanzas corporativas, y de hecho esa separación entre las decisiones de inversión y financiación ha sido la norma habitual en la forma de explicar las finanzas desde hace muchos años.

Pero la realidad es más compleja y algunas inversiones pueden tener vinculadas financiaciones privilegiadas o pueden permitir una financiación con determinadas ventajas, por lo que habría que estudiar conjuntamente ambas decisiones³⁵. También, como comentábamos antes, el tipo de activos puede influir en las pérdidas que se producen en una liquidación; así muchos activos intangibles o los tangibles que carecen de mercado pueden perder mucho valor en una liquidación, sobre todo si esta es forzada, lo que haría muy dolorosa una quiebra para empresas con este tipo de activos; en consecuencia las empresas que poseen esta clase de activos deberán endeudarse menos (para evitar en lo posible el riesgo de quiebra), a la vez que las instituciones financieras serán más reacias a prestarles dinero.

Copeland, Weston y Shastri (2005, pág. 588) comentan que una asunción fundamental del modelo MM es que la estructura financiera no afecta a las generaciones de fondos operativas, y esto se ha cuestionado repetidamente. Supongamos una empresa comercializadora de productos de alimentación, a la que sirven los fabricantes, y que a su vez distribuye entre las tiendas; imaginemos que por su estructura muy endeudada algunos fabricantes empiezan a pedirle el pago por adelantado y otros deciden directamente no servirle, por lo que van disminuyendo la variedad y calidad de los productos que ofrece, sus ventas y sus generaciones de fondos operativas. Vemos cómo la forma de financiación afectaría a los resultados de la inversión.

También hemos comentado antes que el endeudamiento podría incentivar a los directivos a gestionar mejor las inversiones, por lo que la forma de financiación afectaría a los resultados de la inversión. Y podríamos buscar otros ejemplos. Pero lo normal sigue siendo estudiar la inversión por un lado y la financiación por otro, ligadas por el coste medio ponderado de los fondos, que sirve para descontar los flujos de fondos de la primera; y así lo explico en mis cursos de grado y postgrado. Pero esto no es obstáculo para que seamos conscientes de que la realidad es más compleja y en determinados casos deberemos estudiar ambas decisiones conjuntamente.

Entrando en las novedades respecto a la política de dividendos, muchos de los argumentos que hemos comentado respecto a la estructura financiera son similares, por

³⁵ Para ampliar todo esto, y en general todo lo referido a la financiación, el lector puede acudir a Gómez-Bezares, Madariaga, Santibáñez y Apraiz (2013, cap. 20). Puede verse también el capítulo 19 de esta misma obra.

lo que iré un poco más rápido. Así tendrá importancia el valor informativo, aunque algunas veces no es fácil de interpretar. Por ejemplo, se ha estudiado cómo afecta el pago de dividendos al valor de la deuda a largo plazo: ¿es una buena noticia o es una mala noticia el pago de dividendos para los tenedores de deuda a largo plazo? La respuesta es compleja pues se puede interpretar como una prueba de salud de la empresa, que por eso reparte dividendos, o como una pérdida de liquidez (lo que es malo para los acreedores). Pensando un poco más, si la empresa estuviera en dificultades, el pago de dividendos podría entenderse como una forma de descapitalizar la compañía en perjuicio de los acreedores. Pero también como una señal de confianza en poder hacer frente a sus obligaciones futuras.

De cara a los accionistas suele aceptarse que el pago de un dividendo es una señal positiva sobre la marcha de la empresa, sobre todo un aumento del dividendo³⁶, como sería negativa una disminución. Por otro lado, el reparto de dividendos disminuye la capacidad de discrecionalidad de los directivos (tienen menos dinero para hacer lo que quieren), y deberán esforzarse si quieren mantener o aumentar el dividendo del año pasado. El pago regular de dividendos disminuye además la capacidad de autofinanciación y obligará a los gestores a acudir en ocasiones al mercado de capitales. Todo esto hace que, en un mundo con asimetrías informativas y problemas de agencia, los dividendos sean vistos muchas veces como interesantes.

También se pueden producir “clientelas” entre las empresas que reparten y las que no reparten dividendos; las personas o instituciones que desean recibir una renta de su inversión sin tocar el capital (como puede suceder con algunas fundaciones), preferirán las empresas que reparten, mientras que otras, por ejemplo por motivos fiscales, pueden preferir las que no reparten.

Siguiendo con los motivos fiscales, frente a la irrelevancia de las políticas de dividendos del modelo MM, se han estudiado las diferencias de la carga fiscal entre dividendos y ganancias de capital, tema que varía entre países y entre épocas, y que justificaría que las empresas repartieran más o menos dividendos. Podría haber así clientelas distintas para las empresas que optan por repartir más dividendos o para las que prefieren acumular ganancias de capital, según las circunstancias fiscales de cada agente. Pero en general, la variedad de circunstancias fiscales entre los accionistas de las empresas que pagan dividendos hace pensar que este tema no es considerado suficientemente por los agentes.

En definitiva, partiendo de la postura de irrelevancia de las políticas de dividendos de MM, parece que al considerar los problemas de agencia y de asimetría informativa, nos inclinaríamos por el reparto de dividendos; pero si suponemos que los dividendos, en general, están peor tratados fiscalmente que las plusvalías³⁷, tampoco deberemos hacer enormes repartos de dividendos. Llegamos así a una especie de postura intermedia entre los que recomiendan importantes repartos de dividendos y los que prefieren acumular ganancias de capital.

³⁶ Similar sería una reducción de capital con pago a los accionistas.

³⁷ Aunque solo sea porque en este caso los impuestos se pagan más tarde, cuando se realice la venta y la plusvalía.

Es importante reflexionar aquí un momento sobre la situación de muchas pymes, en las que, como ya hemos comentado, existen menores problemas de agencia o de asimetría informativa. En ellas no tendrían tanto sentido las políticas de dividendos (como la que preconizaba Lintner, 1956), lo que se traduce en que en muchos casos los repartos de dividendos se realicen considerando los costes (por ejemplo los fiscales) o la liquidez del negocio y las oportunidades de inversión (más cerca de la postura de MM). También puede ocurrir que un reparto de dividendos venga forzado por las necesidades de dinero de un socio importante, que, al no haber mercado para las acciones, no puede acudir a la obtención de liquidez vendiendo una parte de las mismas. Pero esto también ocurre, algunas veces, en las grandes empresas; en ambos casos los socios importantes pueden preferir el dividendo a la posibilidad de vender parte de sus acciones, perdiendo parte de su peso en la empresa.

Una vez comentado lo que pasa en las pymes expondré al lector mi postura en lo que se refiere a las políticas de dividendos de las grandes empresas. En un contexto de asimetrías informativas y problemas de agencia, los directivos de las grandes empresas pueden optar por practicar políticas de transparencia y alinearse con los objetivos de los accionistas, en cuyo caso las políticas de dividendos no serían necesarias en este sentido³⁸, con lo que se partiría de la postura de irrelevancia de MM matizada por los aspectos fiscales u otro tipo de costes como los de emisión³⁹. Pero también los gestores pueden optar por una menor transparencia y, en consecuencia, un menor control por parte de los accionistas; en esta situación posiblemente tendrán que implementar una política de dividendos constantes o crecientes, acudiendo al mercado de capitales cuando resulte necesario. Entre estos dos grandes modelos se mueven hoy las políticas de dividendos, habiendo muchas grandes empresas que a pesar de alardear de transparencia y de alineamiento entre los objetivos de la empresa y los de los accionistas, practican sin embargo políticas de dividendos⁴⁰.

La conclusión de este punto es que ha habido algunos avances en lo que se refiere a la inversión, aunque tampoco espectaculares, pero en financiación y dividendos seguimos discutiendo prácticamente de lo mismo, viendo si nos alejamos más o menos de los modelos MM, aunque sí ha habido un importante trabajo para entender mejor las consecuencias de las asimetrías informativas y de los problemas de agencia. La evidencia empírica (que comentaremos brevemente en el siguiente apartado) por lo que se refiere a la financiación no es concluyente para definir el modelo que mejor se ajusta a la realidad; para los dividendos es coherente con considerarlos como una señal informativa.

4.- ALGUNOS ESTUDIOS RECIENTES

³⁸ Hay ejemplos de empresas que lo han hecho así.

³⁹ Si hacen falta recursos para inversiones, puede ser más interesante no repartir dividendos para ahorrarse los costes de emisión de nuevos títulos.

⁴⁰ Para ampliar todo lo referido a las políticas de dividendos el lector puede acudir a Gómez-Bezares, Madariaga, Santibáñez y Apraiz (2013, cap. 21).

Comentaré a continuación algunos estudios de los últimos 20 años referidos a las tres grandes decisiones de las finanzas corporativas. Comenzando por los estudios sobre inversión me parece interesante constatar que, tal como afirman Jagannathan y Meier (2002), el CAPM es un modelo muy usado para calcular la tasa de descuento para obtener el VAN; y eso a pesar de las críticas que el modelo ha sufrido desde los ambientes académicos o de las discusiones sobre el premio por riesgo de mercado que se debe usar⁴¹.

Brotherson, Eades, Harris y Higgins (2013), en base a entrevistas con directivos de importantes empresas y asesores de primer nivel, llegan a la conclusión de que se usa el coste medio ponderado del capital y el CAPM, pero que en el cálculo del tipo sin riesgo, del premio por riesgo y de la beta hay discrepancias. También resulta interesante Brotherson, Eades, Harris y Higgins (2014); parece que las opciones reales se usan poco. Esto mismo lo comentan Burns y Walker (2009); estos mismos autores recogen que se sigue usando el payback como criterio complementario muy fácil de calcular, que nos informa, además, del riesgo y la liquidez.

Andrés, Fuente y San Martín (2015) constatan que las prácticas de selección de inversiones son similares en España a las de otros países, además, en nuestro país, el payback es el criterio más usado y la utilización de opciones reales es discreta. También es interesante la investigación aplicada que hacen los profesionales para aumentar el valor, como el trabajo de Esquivias y Gómez-Bezarez (2011).

Todo esto es solo una muestra de una amplia investigación sobre la inversión, donde se ha escrito mucho sobre la aplicación de opciones reales⁴², o sobre modelos de valoración⁴³. Pero en este apartado únicamente pretendo exponer ante el lector algunas muestras de la investigación reciente.

Por lo que se refiere a la financiación, ya adelantaba antes que la investigación empírica es poco concluyente⁴⁴. Así Fama y French (1998) llegan a la conclusión de que el valor está negativamente relacionado con la deuda, lo que entraría en contradicción con la hipótesis de los beneficios fiscales del endeudamiento, mientras Fama y French (2005) observan que las empresas emiten o retiran capital con gran facilidad, lo que contradice la teoría del *Pecking Order*. Junto a esto Fama y French (2002) creen que hay bastantes predicciones comunes en los modelos *Trade-off* y *Pecking Order* que se cumplen bastante bien. Parece que ningún modelo es perfecto, pero los dos pueden resultar interesantes.

Byoun (2008) estudia cómo las empresas van ajustando su estructura financiera, dependiendo de si tienen déficits o superávits; en el primer caso tratan de aumentar la deuda, siempre que no estén muy endeudadas, los superávits se utilizan sobre todo para disminuir la deuda cuando esta es excesiva (aunque tampoco cree que se haga siguiendo la teoría tradicional del *Pecking Order*).

Chang y Dasgupta (2009) tras constatar que el modelo *Trade-off*, que analiza distintas ventajas e inconvenientes de la deuda, nos lleva hacia una estructura financiera

⁴¹ Que tranquilamente puede oscilar entre un 2% y un 8%. Véase también Gómez-Bezarez (2016).

⁴² Jagannathan y Meier (2002), por poner solo un ejemplo.

⁴³ Puede verse en Gómez-Bezarez (2016).

⁴⁴ Puede ampliarse bastante de lo que sigue en Gómez-Bezarez, Madariaga, Santibáñez y Apraiz (2013, cap. 20).

óptima, se preguntan si realmente las empresas toman sus decisiones sobre estructura financiera con el objetivo de alcanzar ese hipotético ratio ideal de endeudamiento. Los contrastes de esta idea, que ha sido central en la teoría financiera que estudia la composición del pasivo, pueden en muchos casos, a juicio de los autores, ser discutibles.

Danis, Retzl y Whited (2014) recuerdan que lo más contrario al modelo *Trade-off* es que las empresas más rentables están poco endeudadas, cuando lo lógico es que trataran de aprovechar las ventajas fiscales de la deuda (pagando menos impuestos por sus abundantes beneficios), viendo además que tienen pocos riesgos de bancarrota. Estos autores lo justifican diciendo que estos resultados se deben a que las empresas no están todo el tiempo ajustándose a su estructura financiera óptima, sino que lo hacen infrecuentemente. Cuando se ajustan sí hay una relación positiva entre la rentabilidad y el leverage: son los *dynamic Trade-off models*.

Uysal (2011) estudia la estructura financiera en las empresas adquirentes; y Frank y Goyal (2009) se ocupan de los factores que influyen en el leverage de las empresas americanas cotizadas, encontrando, entre otros, que impactan positivamente el leverage del sector y la tangibilidad de los activos, los beneficios lo hacen negativamente. Cole (2013) analiza las no cotizadas, encontrando apoyo mezclado para las teorías *Pecking Order* y *Trade-off*.

Baker y Wurgler (2002) retoman una vieja idea, la de que las decisiones de financiación vienen influidas por la sincronización con el mercado: *market timing*. El modelo *Market Timing* ha alcanzado popularidad (pueden verse Frank y Goyal, 2009, Cole, 2013, o Arruebarrena, 2015). Baker y Wurgler presentan este resumen:

“It is well known that firms are more likely to issue equity when their market values are high, relative to book and past market values, and to repurchase equity when their market values are low. We document that the resulting effects on capital structure are very persistent. As a consequence, current capital structure is strongly related to historical market values. The results suggest the theory that capital structure is the cumulative outcome of past attempts to time the equity market”.

Ciertamente es una teoría lógica, que se basa en lo que ocurre en los mercados. Si esto fuera así podríamos interpretarlo como un apoyo, matizado, a la postura MM (a la que se le añadirían las oportunidades del mercado). Frank y Goyal (2009, págs. 6-7) interpretan el modelo *Market Timing* así:

“The basic idea is that managers look at current conditions in both debt and equity markets. If they need financing, they use whichever market currently looks more favorable. If neither market looks favorable, they may defer issuances. Alternatively, if current conditions look unusually favorable, funds may be raised even if the firm has no need for funds currently”.

Para terminar esta breve relación de estudios sobre la estructura financiera, comentaré que Arruebarrena (2015), en un interesante trabajo, resume (en pág. 81):

“This study analyzes the effect of financial leverage on firm value to determine whether there is an optimal capital structure... Using a sample of 666 US companies... The results show no clear effects of leverage on the market price of common shares, especially in the case of constrained firms. Furthermore, the effect of leverage on firm value is different among sectors and changes over time. These results make it redundant to ask for an optimal capital structure, and no guidance can be offered to CFOs seeking to maximize firm value using leverage”.

Llegando a una interesante conclusión (en pág. 97):

“Our results are in accordance with the seminal work of Modigliani and Miller (1958)... Our firm level regressions and portfolio level analysis show that leverage is not relevant for common share prices with some exceptions. Moreover, where leverage is relevant, the effect on firm value is different among sectors, and also changes over time. In only 15% of all sector-year snapshots is there a hump-shaped relationship as suggested by the trade-off theory, i.e, growth until a maximum point and decline after that point. The hump-shaped relationship is more likely found in unconstrained than in constrained firms”.

Lo que nos deja en un estado de cierta confusión: ¿sigue valiendo el modelo MM 60 años después? La realidad es muy compleja y la teoría de la estructura financiera no ha llegado todavía a una solución. En mi opinión esta se mueve, hoy por hoy, entre el modelo de MM y el *Trade-off*, pero el lector habrá podido observar, con esta breve muestra, la enorme riqueza de este tema. También debe ser consciente de los problemas metodológicos que se abordan en los contrastes, lo que justifica resultados discrepantes según las soluciones adoptadas.

Respecto a la política de dividendos los avances no son espectaculares, concretándose, como decía más arriba, en un cierto acuerdo sobre que el dividendo es una señal informativa⁴⁵. Así Fama y French (1998) concluyen que el valor está relacionado positivamente con el dividendo. Y Fama y French (2002), entre otras muchas conclusiones, encuentran que las empresas más rentables y las empresas con menos inversiones tienen mayores *payouts* de dividendos, lo que parece perfectamente lógico.

También resulta de interés el trabajo de Fama y French (2001): la proporción de empresas norteamericanas que pagan dividendos en metálico bajó mucho en los ochenta y noventa, en parte por el aumento de pequeñas empresas, poco rentables y con oportunidades de crecimiento (características de las empresas que no pagan dividendos), pero también hay una menor tendencia en general a pagar dividendos. Estos hechos, tal vez podrían interpretarse como que un mejor funcionamiento de los mercados nos estaría acercando al mundo de MM: las empresas con más excedentes de tesorería reparten más y las que tienen menos excedentes reparten menos, evitando costes de transacción; y en general hay una menor tendencia a repartir por el tratamiento fiscal perjudicial para los dividendos. Aunque todo esto último es una interpretación personal.

Brav, Graham, Harvey y Michaely (2005) encuestaron a 384 ejecutivos financieros y mantuvieron entrevistas en profundidad con otros 23 para estudiar las motivaciones de las decisiones de dividendos y de recompra de acciones, actualizando, de alguna manera, el estudio clásico de Lintner (1956). Sus hallazgos son muy interesantes; entre ellos tenemos que mantener el nivel de pago de dividendos es importante, mientras que las recompras de acciones se realizan con la caja que queda tras hacer las inversiones. Parece que gustan las recompras porque son más flexibles que los dividendos, pueden hacerse cuando las acciones están baratas y aumentan el beneficio

⁴⁵ Puede ampliarse bastante de lo que sigue en Gómez-Bezares, Madariaga, Santibáñez y Apraiz (2013, cap. 21). Lo que expondré a continuación será una breve muestra de la investigación reciente sobre este tema.

por acción. Los ejecutivos creen que el *payout* afecta poco a su clientela de inversores. También parece que las consideraciones fiscales son secundarias.

Por otro lado, Desai y Jin (2011) aprecian una relación entre las características impositivas de los accionistas institucionales y las políticas de dividendos de las empresas en las que invierten. Parece que aquellos que deben pagar más impuestos prefieren empresas que paguen menos dividendos, y que las empresas tratan de adaptarse a las características de sus accionistas. Mientras John, Knyazeva y Knyazeva (2011) creen que la lejanía geográfica incrementa los costes de supervisión por parte de los accionistas derivados del problema de agencia, por lo que sería justificado que las empresas localizadas muy lejos repartieran más dividendos. Y comprueban que es así. Además tales empresas utilizan más los dividendos regulares en vez de los dividendos especiales o las recompras de acciones. También disminuyen los dividendos menos a menudo.

Fácil es ver que seguimos discutiendo sobre temas parecidos desde hace bastantes años: valor informativo de los dividendos, efectos del sistema fiscal y de otras imperfecciones sobre la política de dividendos, etc. Pero el tema parece razonablemente enfilado.

5.- OTROS DESARROLLOS IMPORTANTES

Quiero repasar brevemente en este apartado algunos otros avances que han ocupado en los últimos años a los investigadores en finanzas corporativas. En efecto, además de investigar en la toma de decisiones de inversión, financiación y dividendos, también se ha trabajado en campos relacionados, dando lugar a un conjunto amplio de desarrollos, que debemos también englobar en las finanzas corporativas. Recordando el título del artículo, esto me sirve para vaticinar que en todos estos temas se seguirá investigando en el futuro; por supuesto que lo seguiremos haciendo en temas de inversión, financiación y dividendos, pero aquí, en mi opinión, parece que el paradigma está algo agotado, por lo que parecen más fructíferos campos conexos como los que comentaré a continuación.

Se ha hecho un importante esfuerzo en el campo del “análisis” y la “previsión”; en general se utilizan conceptos conocidos hace tiempo, pero se usa mucho la estadística y la informática, en ocasiones de forma sofisticada. Un ejemplo que ya he comentado antes son las aplicaciones para el cálculo de riesgos. Un desarrollo interesante, elaborado en nuestro departamento de finanzas, es la pirámide de ratios⁴⁶.

También se está trabajando mucho en el “gobierno corporativo”, que regula las relaciones entre los propietarios y los directivos (o en una versión más amplia entre la empresa y la sociedad en general)⁴⁷. En un mundo caracterizado, como hemos visto, por

⁴⁶ Se trata de una pirámide original, ideada por Juan Jordano y el autor de este artículo, que puede ser útil para el diagnóstico, la previsión y el control en la empresa. Un resumen puede verse en Gómez-Bezares (1986, cap. 3).

⁴⁷ Puede verse algo más de este tema en Gómez-Bezares (2016, cap. 11); donde el lector puede también encontrar otros temas de interés actual en las finanzas.

las asimetrías informativas y los problemas de agencia, la mejora de la calidad del gobierno corporativo es fundamental, para que así se alcancen los objetivos de la empresa. Para ello se han propuesto códigos de buen gobierno⁴⁸ que tratan de paliar estos problemas. En general se aplican tres tipos de medidas: recomendaciones, obligación de cumplir o explicar, o medidas obligatorias recogidas en la legislación. Así se ha ido avanzando en el diseño de sistemas de incentivos y procedimientos de control, evitando comportamientos oportunistas y resolviendo conflictos de interés. Pero la crisis de 2007 ha puesto de manifiesto que los comportamientos de bastantes directivos han dejado mucho que desear, y nos ha mostrado que todavía queda mucho camino por recorrer⁴⁹.

Los temas de gobierno corporativo están muy relacionados con la definición del objetivo de la empresa; antes hemos hablado de la maximización del valor de la compañía como objetivo financiero, pero también se habla del modelo *stakeholder* donde se atienden los intereses del conjunto de los partícipes sociales. La realidad, en mi opinión, es que la maximización del valor con una perspectiva de largo plazo, obliga a considerar los intereses del resto de los partícipes, con lo que ambos planteamientos resultan compatibles. Entramos aquí en un campo muy importante en las finanzas actuales como son la RSC (Responsabilidad Social Corporativa) y la Sostenibilidad: en mi opinión una empresa es sostenible cuando es socialmente responsable, respetuosa con el medioambiente y sostenible financieramente; también resulta razonable que estas empresas sean más rentables en el largo plazo⁵⁰. Se ha desarrollado paralelamente la Inversión Socialmente Responsable (ISR), que invierte con criterios financieros, sociales y medioambientales. En todos estos temas se está trabajando con el máximo interés, y entran en el campo más amplio de “ética y finanzas”, que la crisis de 2007, que ha puesto de manifiesto comportamientos muy censurables en bastantes agentes, no ha hecho sino catalizar. Ha quedado meridianamente claro que debe existir una regulación en el mundo financiero, pero también que los agentes deben actuar éticamente: solo si la mayoría actuamos bien el modelo puede funcionar. Sin duda las finanzas se deben ajustar a la ética y este es un campo de trabajo fundamental hoy en día. También se estudia cómo las finanzas pueden ayudar al desarrollo de los más desfavorecidos (como es el caso de los microcréditos), y en general coadyuvar a un futuro económico mejor; pero será necesario potenciar los valores éticos para mejorar la calidad de nuestro desarrollo futuro⁵¹.

Otra línea notable de investigación es la que podemos agrupar bajo el título “ley y finanzas”, que se ocupa de analizar las diferencias legales (y, por extensión, también culturales, institucionales...) entre países, y su efecto en las finanzas. De especial interés son las numerosas publicaciones que analizan las diferencias entre los sistemas

⁴⁸ La CNMV tiene en su página web los códigos españoles. Pueden verse en (consultado el 21/04/2017): <https://www.cnmv.es/portal/Legislacion/COBG/COBG.aspx>

⁴⁹ Uno de los temas clave, que actualmente se encuentra en discusión, es la retribución de los altos directivos. Un estudio para el caso español puede verse en Sánchez Marin (2011). Voces cualificadas las consideran excesivas (Expansión, 2017).

⁵⁰ Puede verse Gómez-Bezares, Przychodzen y Przychodzen (2016).

⁵¹ Para un análisis de todo lo anterior (incluidos los problemas del gobierno corporativo) puede acudir a Ansotegui, Gómez-Bezares y González Fabre (2014). Una reflexión del máximo interés puede encontrarse en la encíclica *laudato sí'* (Francisco, 2015).

imperantes en el mundo anglosajón y en la Europa continental⁵², con sus respectivas áreas de influencia. Además este tipo de estudios amplían su campo de interés a los países en desarrollo; es fundamental saber qué modelo puede ayudar mejor a superar sus problemas. En general nos preguntamos sobre cuál de los sistemas resulta más eficiente. Dentro de las finanzas corporativas se estudian las modalidades de financiación empresarial: más bancaria en algunos casos y más orientada al mercado en otros; las formas de gobierno corporativo: en unas situaciones predomina el control por parte de los mercados y en otras más el control interno o el exigido por la ley, etc. También se estudia la eficacia de los diferentes sistemas de regulación. Es cierto que en un mundo globalizado las diferencias tienden a ser menores (pensemos, por ejemplo, en los esfuerzos que se están haciendo para que converjan las diferentes normas contables), y seguiremos avanzando en esa línea, pero todavía existen divergencias muy significativas. Aunque sí parece haber bastante acuerdo en que los países con mejores instituciones, con mejor regulación y con valores éticos mejor asimilados, funcionan mejor⁵³.

Las finanzas de la conducta o “finanzas conductuales”⁵⁴ representan en este momento un campo de investigación prometedor, aunque también tienen sus críticos⁵⁵. Parten de que los individuos no actuamos siempre de una forma completamente racional, utilizando eficientemente toda la información relevante disponible, para maximizar la utilidad esperada, sino que con frecuencia nos dejamos guiar por nuestras emociones o nuestros sentimientos. En definitiva, no actuamos según los patrones de la racionalidad clásica. Este campo de las finanzas, que los últimos años parece emergente, cuenta sin embargo con una larga tradición, y se viene aplicando a entender los comportamientos de los mercados de valores. También tiene cabida el conductualismo en las finanzas corporativas; así podemos pensar en que algunos accionistas pueden tener preferencia por los dividendos, por el mero gusto de tener algo aparentemente más tangible⁵⁶, lo que si afecta a un colectivo concreto puede originar clientelas. También se pueden aplicar las finanzas de la conducta al comportamiento de los directivos: tal vez recuerde el lector cómo las cajas de ahorros españolas se expandieron por otras comunidades antes del colapso de muchas de ellas, ¿no hubo en ese movimiento un efecto imitación, una inclinación a seguir a los demás⁵⁷?

Una innovación que se anuncia es la “revolución cultural” en las finanzas. En efecto, Luigi Zingales (2015) la proclama desde las páginas del *Journal of Financial Economics*. Las diferencias culturales han existido siempre, y esto afecta al comportamiento de los individuos, y por lo tanto a las finanzas; sin embargo, los economistas no han prestado demasiada atención a este fenómeno. Zingales (2015) acepta como definición de cultura: “those customary beliefs and values that ethnic, religious, and social groups transmit fairly unchanged from generation to generation”. Bajo ese

⁵² Aunque ambos, sobre todo el segundo, para nada son homogéneos.

⁵³ Puede ampliarse todo esto en Gómez-Bezares (2016, cap. 11).

⁵⁴ behavioral or behavioural finance.

⁵⁵ Puede ampliarse este punto en Gómez-Bezares (2016).

⁵⁶ No todo el mundo entiende que, en la línea MM, el dividendo repartido, *ceteris paribus*, disminuye en ese importe el valor de la empresa.

⁵⁷ Herd behavior, herding, o comportamiento gregario.

prisma se pueden analizar desde el comportamiento de las personas de diferente origen dentro de un mismo país (cómo actúan en España las personas de origen chino, por ejemplo), o la actuación de determinados agentes en base a su cultura (verbigracia, cómo se comportan los presidentes alemanes en sus compañías), hasta cuáles son las diferencias culturales de las empresas de origen anglosajón. Zingales (2015) presenta una serie de trabajos, cree que aquí hay un gran campo por delante para la investigación, y concluye diciendo en francés: “ce n’est qu’un début”.

Un método de investigación, algo alejado de los tradicionales de la economía, y que se está utilizando es el de las “finanzas experimentales”. Hasta hace unos años se suponía que los economistas, como los meteorólogos, deberían dedicarse, sobre todo, a observar la realidad; pero cada vez más hacen experimentos, con resultados interesantes. Estos parecen fácilmente aplicables a las finanzas conductuales o culturales, y también se han utilizado para testar modelos de valoración. Y hablando de esto último, se siguen haciendo numerosos contrastes, utilizando todo tipo de metodologías, para comprobar si estos “modelos de valoración” y la “eficiencia” funcionan⁵⁸.

Sin duda podríamos hablar de más temas, y algunos me dejo en el tintero⁵⁹, como puede ser la creciente importancia de los intangibles y su valoración, o la evolución en la información que se transmite desde las empresas (el *reporting*), temas de interés para las finanzas y con claro sustrato contable, pero creo que ha llegado el momento de ir terminando este repaso a las finanzas corporativas, para pasar a las conclusiones.

6.- CONCLUSIONES

Las finanzas corporativas han recorrido un largo camino. La práctica financiera ha acompañado a la humanidad desde muy antiguo (podemos encontrar una contabilidad rudimentaria más de 3.000 años a.C.), pero si hablamos de finanzas como disciplina académica, esta se ha desarrollado durante el siglo XX y lo que llevamos del XXI. Como ya he explicado, para finales de los años setenta del pasado siglo se había establecido un “paradigma” en el que seguimos instalados (basta hojear los actuales manuales de finanzas para comprobarlo); pero la realidad es que las soluciones a los tres problemas clásicos de las finanzas corporativas: inversión, financiación y dividendos, hemos podido comprobar que han evolucionado relativamente poco en los últimos 40 años⁶⁰. Posiblemente, con las herramientas del actual paradigma, es difícil avanzar mucho más. Esto ha hecho que los investigadores miren hacia otros campos, tal como explicaba en el apartado anterior, y por ahí puede ir el futuro de las finanzas corporativas.

Un tema muy importante en nuestro paradigma de los setenta es el método de investigación, que podemos resumir en crear modelos y contrastarlos, normalmente con

⁵⁸ En lo que no me extiendo por haber recogido un resumen de ellos recientemente (Gómez-Bezares, 2016).

⁵⁹ He comentado en una nota anterior que en Gómez-Bezares (2016, cap. 11) el lector puede encontrar algunos temas más de interés actual para las finanzas.

⁶⁰ Los modelos MM, el CAPM y el VAN siguen de plena actualidad.

un amplio y sofisticado aparato estadístico. Personalmente me parece una forma de trabajo rigurosa y valiosa, pero también creo que hay que abrir la puerta a otras posibilidades: nuevos métodos de investigación (como puede ser el análisis de casos), mayor creatividad teórica, más atención a las pymes y en general a los problemas financieros con los que se encuentran las empresas... Y sobre todo preguntarnos si lo que investigamos es útil para los agentes de la economía, aporta al desarrollo económico y mejora el bienestar individual y colectivo de los seres humanos.

Sobre si se va a producir un cambio de paradigma, cuándo y en qué sentido, no soy capaz de hacer predicciones⁶¹. Pero yo me inclinaría por seguir desarrollando el actual paradigma, aplicando, entre otras, las ideas expuestas en este artículo: conductualismo, cultura, sostenibilidad, ética...; y flexibilizando el método de investigación (no todo tienen que ser modelos estadísticos sofisticados, hace falta más creatividad teórica y más cercanía a la realidad empresarial).

Refiriéndonos a las tres grandes decisiones de las finanzas corporativas (inversión, financiación y dividendos), la decisión de inversión está suficientemente centrada; pueden, como no, producirse avances, previsiblemente en el tratamiento del riesgo, pero es una decisión que sabemos abordar. Probablemente lo que menos nos satisface es el cálculo del coste de los fondos propios: una tarea a la que se han dedicado muchas energías, pero que está lejos de resolverse definitivamente. En cualquier caso sí parece claro que la inversión es la clave en la creación de valor.

Respecto a la financiación, sigue vigente aunque matizada la postura MM. La verdad es que después de la crisis de 2007, donde el excesivo endeudamiento fue un grave problema, decir que el leverage no importa parece inconveniente. El leverage importa, pero no en las condiciones ideales de MM; y sigue valiendo que es difícil crear valor con la forma de financiación: la fuente principal de creación de valor es la inversión. Vamos avanzando para entender mejor cómo toman las empresas sus decisiones de financiación, y algo sabemos decir sobre cómo acercarse a una hipotética estructura financiera óptima: será probablemente algún tipo de *Trade-off* entre ventajas y desventajas de la deuda, en la línea de lo desarrollado en este trabajo. Pero es un tema que está poco claro (estamos lejos de dar una cifra exacta de endeudamiento óptimo) y que, afortunadamente, parece que no es fundamental para la creación de valor. Debemos ser conscientes de la enorme complejidad del problema.

Por lo que respecta a la decisión sobre dividendos la situación es, en parte, parecida a la de financiación: resulta compleja y no hay una solución definitiva y mucho menos universal. Probablemente los dividendos tienen un valor informativo y, en consecuencia, son más importantes cuanto mayor sea la asimetría informativa; sin olvidar la influencia de otro tipo de costes como los fiscales o los de transacción⁶². Tampoco aquí

⁶¹ Como me decía un taxista de Sevilla al preguntarle por el tiempo que iba a hacer: "p'adivino me faltan dos asignaturas".

⁶² Las empresas que no necesiten repartir dividendos de forma regular, tal vez por haber minimizado las asimetrías informativas y los problemas de agencia, gozarán de una mayor libertad en este campo, lo que les permitirá evitar perjuicios fiscales y otros costes. En estos casos sería razonable que el reparto de dividendos fuera una consecuencia de los excedentes de tesorería (E) y de las oportunidades de

debemos olvidar los mensajes que se deducen del modelo MM: las políticas de dividendos tienden a perder importancia si los mercados funcionan bien y no son una fuente clara de creación de valor.

Una realidad que el lector habrá apreciado es que algunos temas se repiten una y otra vez desde hace muchos años: ventajas fiscales, costes de bancarrota, costes de transacción, valor informativo... sin haber llegado a una solución clara respecto a su importancia. Tal vez no es posible, además todo esto cambia en el tiempo y en el espacio, dependiendo de los ordenamientos jurídicos y, en algunos casos, como el del valor informativo, puede estar supeditado a actitudes psicológicas o a pautas culturales de los individuos. Ojalá nueva investigación nos dé más luz en el futuro sobre estos temas; pero insisto en que sería conveniente flexibilizar el método de investigación del actual paradigma, pues algunas limitaciones sí que tiene⁶³, lo que se traduce, en mi opinión, en que en algunos campos no se aprecien los avances que desearíamos.

Para terminar, quiero tomar una idea de los investigadores en Ley y Finanzas: para estos, el sistema que rige en los países de cultura anglosajona parece preferible; y sin embargo la crisis de 2007 se desató en Estados Unidos, y golpeó fuertemente a varios de estos países, poniendo de manifiesto sus debilidades. No debemos prescindir de las cosas buenas que tiene el modelo anglosajón, pero creo que muchas de las instituciones y regulaciones de los países de la Europa continental, o de otros lugares, también tienen cosas interesantes. Las finanzas académicas, tal como hoy las entendemos, nacieron en Estados Unidos y se han desarrollado en un ambiente anglosajón. La teoría y la práctica financiera están impregnadas de su cultura, y tras la crisis algunas cosas hay que revisar: probablemente hay que considerar no solo los intereses de los accionistas, sino que también hay que dar cabida a los legítimos intereses del conjunto de los partícipes sociales; hay que repensar los sistemas regulatorios y de supervisión; hay que potenciar los valores éticos; hay que frenar la financierización de la economía; o hay que flexibilizar los métodos de investigación para hacerlos más eficaces y más dirigidos a los verdaderos intereses de los ciudadanos. En varias de estas líneas ya se viene trabajando, pero debemos profundizar para que las finanzas sean cada vez más útiles para mejorar el bienestar de la humanidad.

inversión (0); si $E > 0$, se repartirían dividendos, si $E < 0$ se buscaría financiación; una situación cercana al mundo de MM.

⁶³ Véase Gómez-Bezares (2005) o Del Brío y Vallelado (2015).

REFERENCIAS

- ANDRÉS, P. de, G. de FUENTE and P. SAN MARTÍN (2015): “Capital budgeting practices in Spain”, *Business research quarterly*, vol. 18, nº 1, págs. 37-56.
- ANSOTEGUI, C., F. GÓMEZ-BEZARES y R. GONZÁLEZ FABRE (2014): *Ética de las finanzas*. Desclée de Brouwer, Bilbao.
- ARROW, K.J. (1964): “The role of securities in the optimal allocation of risk-bearing”, *Review of economic studies*, abril, págs. 91-96.
- ARRUEBARRENA, J.R. (2015): *El endeudamiento empresarial: factores determinantes e influencia en la cotización bursátil. Una comparación internacional*. Tesis doctoral, Universidad de Navarra, Pamplona.
- AZOFRA, V. y A.I. FERNÁNDEZ (1999): “Las finanzas empresariales 40 años después de las proposiciones de MM. Teorías y realidades”, *Papeles de economía española*, enero, nº 78-79, págs. 122-144.
- BAKER, M. and J. WURGLER (2002): “Market timing and capital structure”, *Journal of finance*, febrero, vol. 57, nº 1, págs. 1-32.
- BLACK, F. and M. SCHOLES (1973): “The pricing of options and corporate liabilities”, *Journal of political economy*, mayo-junio, págs. 637-654.
- BRAV, A., J.R. GRAHAM, C.R. HARVEY and R. MICHAELY (2005): “Payout policy in the 21st century”, *Journal of financial economics*, septiembre, vol. 77, nº 3, págs. 483-527.
- BREALEY, R.A. and S.C. MYERS (1991): *Principles of corporate finance*, traducido al español como: *Fundamentos de financiación empresarial*. McGraw-Hill, Madrid, 1993, 4^a ed.
- BREALEY, R.A., S.C. MYERS y F. ALLEN (2010): *Principios de finanzas corporativas*. McGraw-Hill, México D.F. Traducción de la 9^a edición inglesa.
- BROTHERSON, W.T., K.M. EADES, R.S. HARRIS and R.C. HIGGINS (2013): “Best practices in estimating the cost of capital: an update”, *Journal of applied finance*, vol. 23, nº 1, págs. 15-33.
- BROTHERSON, W.T., K.M. EADES, R.S. HARRIS and R.C. HIGGINS (2014): “Company valuation in mergers and acquisitions: how is discounted cash flow applied by leading practitioners?”, *Journal of applied finance*, vol. 24, nº 2, págs. 43-51.
- BURNS, R.M. and J. WALKER (2009): “Capital budgeting surveys: the future is now”, *Journal of applied finance*, vol. 19, nº 1-2, págs. 78-90.
- BYOUN, S. (2008): “How and when do firms adjust their capital structures toward targets?”, *Journal of finance*, diciembre, vol. 63, nº 6, págs. 3069-3096.
- CHANG, X. and S. DASGUPTA (2009): “Target behavior and financing: how conclusive is the evidence?”, *Journal of finance*, agosto, vol. 64, nº 4, págs. 1767-1796.
- COLE, R.A. (2013): “What do we know about the capital structure of privately held US firms? Evidence from the surveys of small business finance”, *Financial management*, invierno, vol. 42, nº 4, págs. 777-813.
- COPELAND, T.E. and J.F. WESTON (1988): *Financial theory and corporate policy*. Addison-Wesley, Reading, Massachusetts, 3^a ed.
- COPELAND, T.E., J.F. WESTON and K. SHASTRI (2005): *Financial theory and corporate policy*. Pearson Addison Wesley, Boston, 4^a ed.

- DAMODARAN, A. (2001): *Corporate finance*. Wiley, Nueva York, 2ª ed.
- DANIS, A., D.A. RETTL and T.M. WHITED (2014): “Refinancing, profitability, and capital structure”, *Journal of financial economics*, diciembre, vol. 114, nº 3, págs. 424-443.
- DEBREU, G. (1959): *The theory of value*. Wiley, Nueva York.
- Del BRÍO, E. y E. VALLELADO (2015): “Evolución de la investigación en mercados e instituciones financieros”, en García Echevarría, S. y J.J. Durán Herrera, ed., *ACEDE 25 años de historia*. ACEDE, Alcalá de Henares (Madrid), págs. 163-197.
- DESAI, M.A. and L. JIN (2011): “Institutional tax clienteles and payout policy”, *Journal of financial economics*, abril, vol. 100, nº 1, págs. 68-84.
- DEWING, A.S. (1920): *The financial policy of corporations*. Ronald Press, Nueva York.
- ESQUIVIAS, P. y F.R. GÓMEZ-BEZARES (2011): “Cómo optimizar el valor de las inversiones: aplicación del análisis de regresión para maximizar el múltiplo de salida”, *Revista española de capital riesgo*, nº 4/2011, págs. 25-32.
- EXPANSIÓN (2017): “El fondo soberano de Noruega quiere una revisión salarial”, *Expansión*, 13 de abril, pág. 9.
- FAMA, E.F. (1970): “Efficient capital markets: A review of theory and empirical work”, *Journal of finance*, mayo, págs. 383-417.
- FAMA, E.F. and K.R. FRENCH (1998): “Taxes, financing decisions, and firm value”, *Journal of finance*, junio, vol. 53, nº 3, págs. 819-843.
- FAMA, E.F. and K.R. FRENCH (2001): “Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?”, *Journal of financial economics*, abril, vol. 60, nº 1, págs. 3-43.
- FAMA, E.F. and K.R. FRENCH (2002): “Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt”, *Review of financial studies*, enero, vol. 15, nº 1, págs. 1-33.
- FAMA, E.F. and K.R. FRENCH (2005): “Financing decisions: who issues stock?”, *Journal of financial economics*, junio, vol. 76, nº 3, págs. 549-582.
- FAMA, E.F. and K.R. FRENCH (2015): “A five-factor asset pricing model”, *Journal of financial economics*, abril, vol. 116, nº 1, págs. 1-22.
- FAMA, E.F. and K.R. FRENCH (2017): “International tests of a five-factor asset pricing model”, *Journal of financial economics*, marzo, vol. 123, nº 3, págs. 441-463.
- FRANCISCO (2015): *Carta encíclica laudato si' sobre el cuidado de la casa común*, consultado el 22/04/2017 en http://w2.vatican.va/content/francesco/es/encyclicals/documents/papa-francesco_20150524_enciclica-laudato-si.html
- FRANK, M.Z. and V.K. GOYAL (2009): “Capital structure decisions: which factors are reliably important?”, *Financial management*, primavera, vol. 38, nº 1, págs. 1-37.
- GERSTENBERG, C.W. (1924): *Financial organization and management of business*. Prentice-Hall, Nueva York.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (1986): *Las decisiones financieras en la práctica. Inversión y financiación en la empresa*. Desclée de Brouwer, Bilbao.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (1993): “Penalized present value: net present value penalization with normal and beta distributions”, en Aggarwal, R., ed., *Capital budgeting under uncertainty*. Prentice - Hall, Englewood Cliffs, Nueva Jersey, págs. 91-102.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (1995): “Panorama de la teoría financiera”, *Boletín de estudios económicos*, diciembre, vol. 50, nº 156, págs. 411-448.

- GÓMEZ-BEZARES, F. (2005): “Una nota crítica sobre la actual investigación en finanzas”, *Cuadernos de economía y dirección de la empresa*, julio-septiembre, nº 24, págs. 105-120.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2014): “La crisis de 2007 vista desde las finanzas”, *Revista ICADE*, enero-abril, nº 91, págs. 11-29.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2016): *Gestión de carteras*. Desclée de Brouwer, Bilbao, 4ª ed.
- GÓMEZ-BEZARES, F., J.A. MADARIAGA, J. SANTIBÁÑEZ y A. APRAIZ (2013): *Finanzas de empresa*. Eumed.net, Universidad de Málaga, Málaga. Open Access: <http://www.eumed.net/libros-gratis/2013a/1290/>
- GÓMEZ-BEZARES, F., W. PRZYCHODZEN and J. PRZYCHODZEN (2016): “Corporate sustainability and shareholder wealth-evidence from British companies and lessons from the crisis”, *Sustainability*, vol. 8, nº 3: 276, págs. 1-22. Open Access: <http://www.mdpi.com/2071-1050/8/3/276>
- HERNÁNDEZ, E. (2010): “Accounting history, a privileged way to approach historical research. An illustrative case: the war of France and the Holy See against Spain, 1556-1559”, *DE COMPUTIS Spanish journal of accounting history*, vol. 7, nº 13, págs. 162-190.
- JAGANNATHAN, R. and I. MEIER (2002): “Do we need CAPM for capital budgeting?”, *Financial management*, invierno, vol. 31, nº 4, págs. 55-77.
- JENSEN, M.C. and W.H. MECKLING (1976): “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *The journal of financial economics*, octubre, págs. 305-360.
- JOHN, K., A. KNYAZEVA and D. KNYAZEVA (2011): “Does geography matter? Firm location and corporate payout policy”, *Journal of financial economics*, septiembre, vol. 101, nº 3, págs. 533-551.
- LAMOTHE, P. y M. PÉREZ SOMALO (2013): “La valoración de las participaciones preferentes”, *Boletín de estudios económicos*, diciembre, vol. 68, nº 210, págs. 543-566.
- LINTNER, J. (1956): “Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes”, *American economic review*, mayo, vol. 46, nº 2, págs. 97-113.
- MARKOWITZ, H. (1952): “Portfolio Selection”, *Journal of finance*, marzo, págs. 77-91.
- MERTON, R.C. (1973): “A rational theory of option pricing”, *Bell journal of economics*, primavera, págs. 141-182.
- MILLER, M.H. and F. MODIGLIANI (1961): “Dividend policy, growth and the valuation of shares”, *The journal of business*, octubre, págs. 411-433.
- MODIGLIANI, F. and M.H. MILLER (1958): “The cost of capital, corporation finance and the theory of investment”, *American economic review*, junio, págs. 261-297.
- MYERS, S.C. and N.S. MAJLUF (1984): “Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have”, *Journal of financial economics*, junio, vol. 13, nº 2, págs. 187-221.
- PASCALE, R. (2007): “Del ‘hombre de Chicago’ al ‘hombre de Tversky-Kahneman’”, *Quantum*, octubre, vol. 2, nº 1, págs. 15-28.
- PÉREZ RAMÍREZ, J. (2011): *Vidas paralelas. La banca y el riesgo a través de la historia*. Marcial Pons, Madrid.
- ROSS, S.A. (1976): “The arbitrage theory of capital asset pricing”, *Journal of economic theory*, diciembre, págs. 341-360.
- SÁNCHEZ MARIN, G. (2011): “La retribución del alto directivo en la empresa cotizada española: un análisis desde el gobierno corporativo”, *Boletín de estudios económicos*, agosto, vol. 66, nº 203, págs. 239-262.

SHARPE, W. F. (1964): "Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk", *Journal of finance*, septiembre, págs. 425-442.

TOBIN, J. (1958): "Liquidity preference as behavior towards risk", *The review of economic studies*, febrero, págs. 65-86.

UYSAL, V.B. (2011): "Deviation from the target capital structure and acquisition choices", *Journal of financial economics*, diciembre, vol. 102, nº 3, págs. 602-620.

ZINGALES, L. (2015): "The cultural revolution in finance", *Journal of financial economics*, julio, vol. 117, nº 1, págs. 1-4.

Fernando Gómez-Bezares Pascual es Licenciado y Doctor en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Deusto y Doctor Honoris Causa por la Universidad del Salvador (Buenos Aires). Actualmente es Catedrático en la Universidad de Deusto.

Email: f.gomez-bezares@deusto.es

ORCID code: orcid.org/0000-0002-9812-7303