

Marc general de les finances corporatives

ORIOI AMAT
XAVIER PUIG
Universitat Pompeu Fabra

Data recepció: 9/05/2012

Data acceptació: 25/07/2012

RESUM

Les finances corporatives se centren en la manera amb què les empreses poden obtenir fons per finançar les seves activitats i invertir aquests fons per generar valor, tenint en compte el risc que impliquen. Aquest treball descriu el marc general d'actuació de les finances corporatives. Per a això, s'analitza el concepte de creació de valor. També es descriuen les principals decisions de finances corporatives: inversió, finançament i repartiment de dividends. Altres aspectes analitzats són la gestió de riscos que incideix en qualsevol decisió de finances i les relacions entre aquestes i el govern corporatiu.

PARAULES CLAU

Finances corporatives, inversions, finançament, dividend, EVA, cost de capital, riscos financers.

ABSTRACT

Corporate finance are focused in how companies can obtain funds to finance their activities and how to invest these funds to generate value, considering the risk involved. This work describes the general framework of corporate finance. To do so, the concept of value crea-

tion is analyzed. It also describes the main decisions of corporate finance: investment, financing and distribution of dividends. Other aspects analyzed are risks management that affects any finance decision and the relationship between these and corporate governance.

KEYWORDS

Corporate finance, investments, financing, dividend, EVA, cost of capital, financial risks.

1. L'àmbit de les finances corporatives

Les finances, com a disciplina de les ciències econòmiques i empresarials, es van començar a estructurar a partir del segle XX. En aquells anys, les necessitats financeres de les empreses es van incrementar considerablement com a conseqüència de l'auge que estaven vivint la indústria i els serveis. Això va provocar un gran desenvolupament dels mercats de capitals. En els anys 50 ja s'estaven consolidant els fonaments conceptuals en què es basen les finances tal com les coneixem avui.

Les finances estudien com obtenir el millor profit de recursos financers escassos, i es divideixen en finances personals, finances corporatives i finances públiques. Les finances corporatives se centren en la forma amb què les empreses poden obtenir fons per finançar les seves activitats i invertir aquests fons per generar valor. La majoria de decisions empresarials, ja siguin de producció, màrqueting, recursos humans, etc., tenen implicacions financeres i, per això, afecten les finances corporatives.

Les finances corporatives tenen com a principal objectiu elevar el valor de l'empresa i, per tant, el de les accions que integren el capital social. Per a això, han de trobar un equilibri adequat entre els subobjectius de rendibilitat, risc i liquiditat:

- La rendibilitat persegueix aconseguir el màxim rendiment de les inversions efectuades.
- La gestió de la rendibilitat va lligada a la del risc, ja que més rendibilitat implica més risc, i viceversa. El risc es refereix a la possibilitat de tenir pèrdues que redueixen el valor de l'empresa.
- Un nivell adequat de liquiditat, permet poder afrontar els diferents compromisos de pagament, la qual cosa és imprescindible perquè l'empresa pugui funcionar amb normalitat.

Les finances corporatives constitueixen la tasca del director financer de l'empresa, que en molts casos és assessorada per consultores especialitzades.

Aquest treball es proposa presentar el marc general d'actuació de les finances corporatives. Per a això, en l'apartat 2 s'analitza el concepte de creació de valor. En els apartats 3, 4 i 5 es descriuen les principals decisions de finances corporatives: inversió, finançament i repartiment de dividendes. En l'apartat 6 es tracta la gestió de riscos que incideix en qualsevol decisió de finances corporatives. A continuació, en l'apartat 7 s'exposen les relacions principals entre el govern de l'empresa i les finances corporatives. Finalment, en l'apartat 8 es presenten les principals conclusions del treball.

2. La creació de valor a través de les finances corporatives

Com s'ha indicat, l'objectiu principal de les finances corporatives és maximitzar el valor de l'empresa i en conseqüència crear valor per als seus accionistes. Per valor s'entén normalment els diners que percep l'accionista al llarg dels anys en què té accions de l'empresa. Des del punt de vista d'aquests, existeixen diverses alternatives per mesurar la riquesa generada. Entre les més utilitzades hi ha les següents:

- **Riquesa mesurada a través de l'augment de valor de les accions i dels diners lliurats als accionistes, ja sigui amb recompra d'accions o amb dividendes** (vegeu apartat 5). L'augment de preu de mercat de les accions. Es tracta d'un indicador clar, fiable i fàcil d'obtenir, sempre que l'empresa cotitzi en borsa. D'altra banda, el preu de mercat té en compte tota la informació disponible sobre l'empresa fins a aquest moment. Així, dades com el risc amb què opera l'empresa, el valor de les seves inversions, la liquiditat generada per l'empresa o les expectatives de futur són considerades pel mercat quan estableix la cotització de les accions d'una empresa. El problema és que molt poques empreses cotitzen en borsa, per la qual cosa l'ús d'aquest indicador està limitat a un nombre molt reduït de grans empreses.
- **Riquesa mesurada a través de l'EVA**. L'EVA (valor econòmic afegit, de l'anglès *economic value added*) és l'import que queda una vegada s'han deduït dels ingressos la totalitat de les despeses, inclosos el cost d'oportunitat del capital i els impostos. És una eina que va adquirir molt auge a partir dels anys 90 amb els treballs de Stern

(1995). Per tant, considera la productivitat de tots els factors utilitzats per desenvolupar l'activitat empresarial. En altres paraules, l'EVA és el que queda una vegada s'han atès totes les despeses i satisfet una rendibilitat mínima esperada per part dels accionistes. Per tant, es crea valor en una empresa quan la rendibilitat generada supera el cost d'oportunitat dels accionistes.

Per calcular l'EVA s'opera com segueix:

Benefici de les activitats ordinàries abans d'interessos i després d'impostos (BAIDI)

– Valor comptable de l'actiu \times Cost mitjà del finançament

EVA

Perquè l'EVA sigui positiu, la rendibilitat dels actius després d'impostos ha de ser superior al seu cost financer.

L'EVA es diferencia d'altres indicadors com el benefici net, el flux de caixa (benefici més amortitzacions), l'EBITDA (beneficis abans d'interessos, impostos i amortitzacions) o el flux de caixa lliure (EBITDA menys reinversions en actius) en què aquests no tenen en compte el cost d'oportunitat dels accionistes. Per tant, l'EVA té en compte tots els recursos utilitzats ja que el cost mitjà del finançament considera tant el cost del deute com el cost dels fons propis.

De forma sintètica, podria dir-se que existeixen cinc estratègies bàsiques per incrementar l'EVA:

- Millorar l'eficiència dels actius actuals. Si les inversions reneixen més s'incrementarà la riquesa generada.
- Augmentar les inversions en actius que reneixin per sobre del cost del finançament.
- Baixar el cost del finançament.
- Reduir la càrrega fiscal prenent decisions que maximitzin les desgravacions i deduccions fiscals.
- Reduir els actius, mantenint el BAIDI, perquè es pugui disminuir el finançament total utilitzat. Així, en reduir el finançament serà menor el seu cost total, que és el que es dedueix del benefici. Per tant, encara que el benefici (BAIDI) segueixi sent el mateix, l'EVA augmentarà en reduir-se el cost financer.

Amb alguna de les estratègies exposades, o combinacions d'elles —que tenen molt a veure amb les finances corporatives—, es pot augmentar l'EVA i, per tant, el valor creat per a l'accionista.

Els enfocaments exposats se centren en el valor per a l'accionista. No obstant això, altres corrents de pensament amplien aquest objectiu a més grups amb interessos en l'empresa o *stakeholders*: treballadors, creditors, proveïdors, clients, administració pública i societat en general. La tendència és aconseguir un adequat equilibri entre els interessos de tots els *stakeholders*. De totes maneres, en aquest treball ens centrarem en la generació de riquesa des del punt de vista de l'accionista.

3. Decisions d'inversió

Un primer tipus de decisió que entra en l'àmbit de les finances corporatives és el que està relacionat amb les inversions. Les decisions d'inversió intenten col·locar els recursos financers escassos en les alternatives més interessants per aconseguir un bon equilibri entre rendibilitat, risc i liquiditat (vegeu Figura 1).

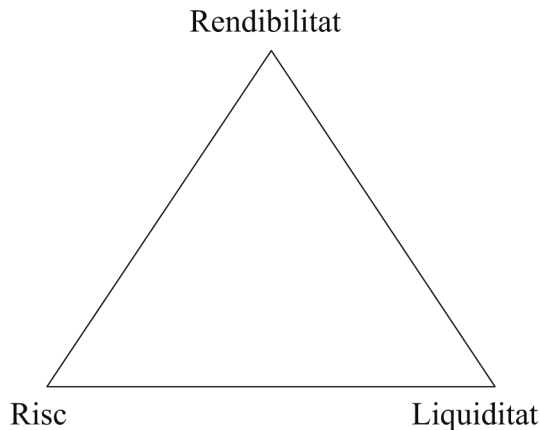


Figura 1. Objectius de les decisions d'inversió.

Solen classificar-se en dues grans àrees: inversions a llarg termini i inversions a curt termini.

3.1. Inversions a llarg termini

Les decisions d'inversió a llarg termini van encaminades a seleccionar aquells actius que generin valor a llarg termini per a l'empresa. En aquest terreny, les finances corporatives avaluen operacions tals com:

- **Inversions en actius tangibles o intangibles** com màquines, immobles o marques, per exemple.
- **Inversions financeres** com poden ser les obligacions o bons, per exemple.
- **Reestructuracions empresarials** que solen ser més complexes quant a la seva avaluació i finançament:
 - Combinacions de negocis:
 - Fusions
 - Adquisicions o absorcions d'empreses
 - Adquisicions de línies de negocis
 - Aliances estratègiques
 - Escissió
 - Venda de l'empresa o d'una part de l'empresa (línia de negoci, actius separats...)

Les fusions, adquisicions i aliances estratègiques persegueixen el creixement (vendes, quota de mercat, beneficis...), les sinergies (augment d'ingressos o reducció de despeses) o la diversificació. Per això, és fonamental avaluar el seu impacte en el valor generat.

Com podem saber quines inversions generen valor i quines no? Les dues eines bàsiques d'anàlisi d'inversions més acceptades per respondre aquesta pregunta són: el Valor Actual Net (VAN) i la Taxa Interna de Rendibilitat (TIR). Una inversió crearà valor si la seva rendibilitat (TIR) supera el cost dels diners per a l'empresa (vegeu WACC més endavant). En aquest cas, el VAN serà major que zero.

El càlcul del VAN i la TIR de qualsevol projecte d'inversió implica realitzar estimacions de dues variables clau que afectaran el seu resultat final: els fluxos de caixa futurs (benefici més amortitzacions) que aportarà el projecte, i el cost dels diners. Quant més grans siguin els fluxos de caixa aportats pel projecte i quant més petit sigui el cost del diner, major valor aportarà aquest projecte d'inversió a l'empresa. De forma complementària també s'utilitzen altres tècniques com el termini de recuperació o el ROI (benefici abans d'interessos i impostos dividit per la inversió).

Però res és senzill quan es tracta de fer previsions. Quantificar les previsions futures de fluxos de caixa que oferirà la inversió proposada, és complex i comporta un nivell de risc o error apreciable... I no obstant això hem de decidir avui si es duu a terme o no la inversió! No és trivial. Quan APPLE va decidir invertir en el projecte de l'«Iphone» o de l'«Ipad», coneixia amb seguretat els fluxos futurs que obtindrien en la realitat? Òbviament no. La inversió ha estat un èxit rotund i ni el més optimista podia imaginar els rendiments finals d'aquesta inversió. Les empreses concessionàries que han invertit en autopistes deficitàries, sabien que els fluxos futurs que obtindrien serien tan reduïts? Òbviament, tampoc. Si els haguessin conegut no haurien emprès l'aventura. En definitiva, una decisió d'aquest tipus requereix no només una visió purament financera, sinó també d'una visió estratègica.

Les reestructuracions empresarials (compres d'empreses...) s'avaluen amb tècniques de **valoració d'empreses**. El mètode de referència és el descompte de fluxos de caixa lliure, que calcula el valor actual dels fluxos de caixa lliure (EBITDA menys impostos i menys reinversions en actius) aplicant una taxa de descompte (cost mitjà del finançament utilitzat).

Una nova tendència en l'anàlisi d'inversions té a veure amb els intangibles (marques, xarxes de clients, saber-fer...) que influeixen decisivament en el valor de projectes i empreses¹.

D'altra banda, les decisions d'inversió comporten riscos que s'han d'analitzar, mesurar i gestionar (vegeu apartat 7). Quan una inversió pot tenir diversos escenaris futurs s'utilitzen mètodes com els arbres de decisió o les opcions reals. Quan els fluxos d'una inversió són difícils d'estimar, s'efectuen anàlisis de sensibilitat modificant cadascuna de les variables sensibles per veure'n l'impacte en el valor generat.

3.2. Inversions a curt termini

Aquestes inversions, anomenades també **inversions en circulant**², inclouen les de fons de maniobra i les inversions financeres a curt termini. Les primeres tenen en compte les necessitats de l'empresa quant al nivell d'existències, realitzable i disponible necessari per a una gestió eficient, així com el finançament automàtic que proporcionen els proveïdors o altres creditors (impostos, Seguretat Social, subministraments...). La gestió d'aquests actius corrents és un element clau d'èxit ja que tant un excés com un dèficit en aquest tipus d'inversions reduiran el valor de l'empresa.

1. Vegeu números 1 i 8 de la Revista de Comptabilitat i Direcció.

2. Vegeu número 9 de la Revista de Comptabilitat i Direcció.

Una correcta **gestió d'existències** (compres, emmagatzematge, producció, etc.), també denominada *stock management*, amb la utilització d'eines com el just a temps o el *kanban*, permet aplicar els recursos estrictament necessaris per al bon funcionament de l'empresa. Recursos excessius (existències de seguretat desproporcionades, costos d'emmagatzematge elevats, etc.) impliquen un menor rendiment que redueix el valor generat i drena recursos per a altres inversions més rendibles.

Així mateix, una gestió eficient del realitzable —bàsicament el crèdit a clients— i de la tresoreria (moviments i saldos de liquiditat, inversions financeres a curt termini...) afavoreixen la generació de liquiditat que eviti problemes amb els pagaments de l'empresa. Aquestes tècniques reben la denominació de *credit management* (**gestió del crèdit a clients**) i *cash management* (**gestió de la tresoreria**). Un excés de recursos pot produir un dèficit en la capacitat d'inversió i una assignació escassa de recursos pot produir que l'empresa tingui problemes de tresoreria i, per tant, de liquiditat, i conduir-la, en el cas extrem, a una situació de concurs de creditors.

En definitiva, una eficient gestió de les inversions en circulat permet generar valor i assegurar la liquiditat necessària per al desenvolupament de les activitats sense tensions de tresoreria. En altres paraules: ser eficients en les inversions en circulat és condició necessària, però no suficient, per poder realitzar una bona gestió de les inversions a llarg termini en actius no corrents.

4. Decisions de finançament

Una altra gran àrea decisòria de les finances corporatives és la relacionada amb el finançament³ de les inversions empresarials. Es tracta d'aconseguir els recursos necessaris, al mínim cost i amb les mínimes contrapartides com a garanties, avals, *covenants*, etc. (vegeu Figura 2). Els *covenants* són compromisos que l'empresa adquireix en rebre un préstec. Exemples de *covenants*, són el compromís d'auditar els comptes, de no repartir dividends o de complir determinades ràtios financeres.

3. Vegeu número 12 de la Revista de Comptabilitat i Direcció.

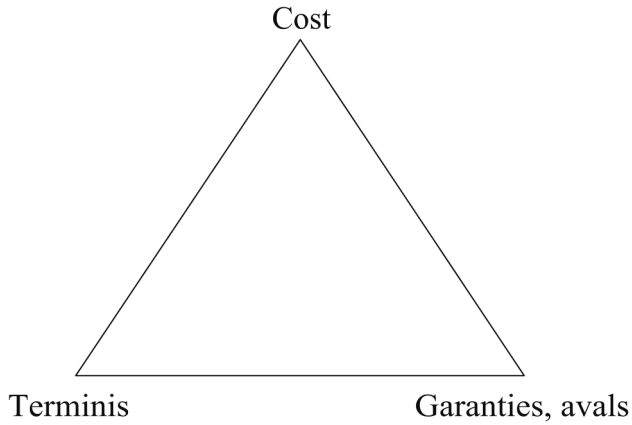


Figura 2. Objectius de les decisions de finançament.

Existeixen dues grans vies per finançar les inversions (vegeu Figura 3): fons propis (capital i reserves) i deute. Més recentment, han anat apareixent productes híbrids que estan a la frontera de tots dos, que no són ni deute pur ni fons propis purs, com per exemple les obligacions obligatòriament convertibles o les participacions preferents, però la gran majoria d'empreses segueix finançant-se mitjançant l'emissió d'accions o demanant un préstec al banc.

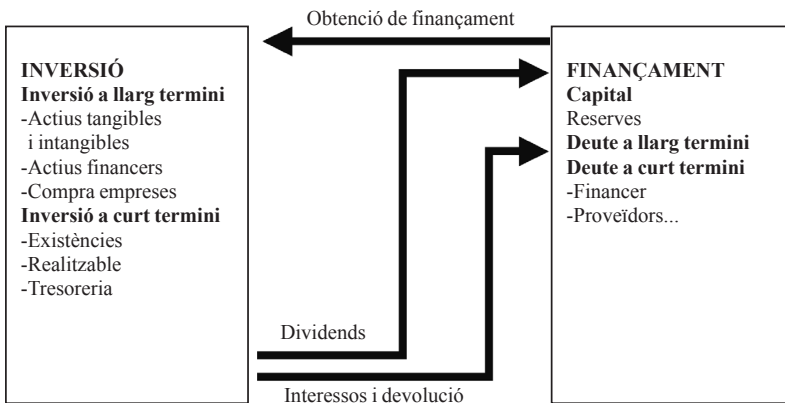


Figura 3. Fluxos financers de les inversions i el finançament de l'empresa.

Entre els temes més rellevants de les decisions de finançament, destaquen la gestió del cost de capital i l'elecció de l'estructura òptima del finançament (Puig i Cid, 2012).

4.1. El cost de capital

Una de les funcions claus de les finances corporatives és l'optimització del cost de capital, que és el cost mitjà de tot el finançament (*WACC* o *weighted average cost of capital*) que utilitza l'empresa. Té en compte el cost que ha de pagar als seus creditors pel deute contret i pel cost que ha de suportar per remunerar els seus accionistes. El cost dels capitals propis sol ser major que el cost de l'endeutament, ja que el risc assumit per part dels inversors que decideixen ser creditors de l'empresa (deute) és menor que el dels que decideixen ser socis (capital). Qui assumeix més risc també exigeix més rendibilitat i el que per a l'inversor és rendibilitat, per a l'empresa és cost. La rendibilitat esperada pels accionistes per invertir en l'empresa és el cost dels fons propis de l'empresa, i la rendibilitat esperada pels creditors per prestar-li diners a l'empresa és el cost del seu deute. El cost de capital d'una empresa es calcula a partir de la mitjana ponderada del cost d'ambdues: deute i fons propis.

Per obtenir el cost de capital es calcula la mitjana del cost dels fons propis i del deute ponderat pel pes que té cadascun dins del balanç de l'empresa:

$$WACC = \frac{E \times Ke}{E + D} + \frac{D \times Kd(1 - T)}{E + D}$$

On:

E = Fons propis

Ke = Cost d'oportunitat dels accionistes

D = Deute

Kd = Cost del deute

T = efecte impositiu

Conèixer el cost de capital no és senzill, sobretot en èpoques de grans turbulències als mercats financers que marquen les primes de risc a cada moment, d'un país, d'un sector i d'una empresa.

Aquest cost de capital seria la TIR a la qual es finança globalment

l'empresa. Per tant, els projectes d'inversió que emprengui hauran d'oferir, com a mínim, aquesta rendibilitat per ser acceptats.

El cost dels fons propis pot estimar-se de diverses formes:

- A partir del denominat cost d'oportunitat dels accionistes, que és la rendibilitat mínima exigida pels accionistes.
- També pot estimar-se a partir del tipus d'interès sense risc (interès del Deute Públic a llarg termini, encara que aquest tipus d'inversions tampoc no està exempta de risc sol acceptar-se que es tracta d'inversions sense risc), més la prima de risc de mercat i la prima de risc específica de la pròpia empresa (rendibilitat addicional que l'accionista exigeix pel risc que suposa invertir en una empresa en lloc de fer-ho en Deute Públic).
- Una forma alternativa per determinar el cost dels fons propis (K_e) la trobem en la següent fórmula (AECA, 2005):

$$K_e = i + P_M + P_e$$

On:

- i = Tipus d'interès sense risc (interès del Deute Públic a llarg termini).
- P_M = Risc sistemàtic o no diversificable de l'empresa, que neix de considerar l'empresa i el seu sector d'activitat.
- P_e = Risc de la pròpia transacció, que és la suma del risc d'il·liquiditat i del risc que suposa la falta de control. El risc d'il·liquiditat, és inherent a les empreses petites i mitjanes que no cotitzen en borsa. Per la seva banda, el risc de falta de control fa que les accions valguin menys que si s'estigués avaluant un paquet majoritari.

Una estimació del cost dels fons propis (K_e) per a pimes espanyoles sobre la base de la fórmula anterior seria la següent (Fernández, 2008):

- i = Tipus corresponent als bons de l'Estat a 10 anys: 3,72%.
 - P_M = Diferencial entre la rendibilitat mitjana dels títols d'empreses privades i els que corresponen als actius sense risc, que ha estat estimat a Espanya en un 6%.
 - P_e = Un percentatge de la suma dels anteriors, que en funció del mercat pot fixar-se entre un 15 i un 30%. Suposant que es tracta d'una empresa de petita dimensió es podria utilitzar el 30%.
- $$K_e = 3,72\% + 6\% + 0,3 (3,72\% + 6\%) = 12,636\%.$$

- Un altre mètode per determinar el cost dels fons propis (K_e) és el Capital Asset Pricing Model (CAPM) proposat per Sharpe (1964), que considera els rendiments totals esperats pels accionistes, que seran proporcionals al risc. Com més risc presenti l'empresa, majors seran els rendiments esperats.

$$K_e = i + R_p \times \text{Beta}$$

On:

- i = Tipus d'interès sense risc (interès del Deute Públic a llarg termini).
- R_p = Prima de risc calculada com el rendiment esperat futur del mercat menys la taxa lliure de risc. Sol oscil·lar entre el 2% i el 5%, encara que pot ser més elevada en sectors d'alt risc.
- Beta = Mesura de risc utilitzada en el model CAPM per estimar la contribució d'un valor en una cartera diversificada. El risc inherent a un negoci pot ser dividit en dos factors amb la finalitat d'obtenir el valor de la beta:
 - El risc sistemàtic (a què ja ens hem referit anteriorment) sense tenir en compte l'estructura de finançament.
 - El risc financer que depèn del nivell d'endeutament.

Una beta igual a 1 significa que si el mercat experimenta una pujada del 3%, llavors el preu de les accions de la companyia pujaran també un 3%. Una beta igual a 2 implica que si el mercat puja un 3%, el preu de les accions es veurà incrementat en un 6%.

Atès que un dels objectius de les finances corporatives és la minimització del cost de capital, és fonamental que cada empresa trobi la seva estructura financera òptima.

4.2. *L'estructura financera òptima*

Arribats a aquest punt, sorgeix una pregunta estratègica respecte al finançament d'una empresa:

Quina estructura de finançament o «estructura de capital» és l'òptima en una empresa?

Ens estem referint a la proporció òptima entre deute i fons propis. Modigliani i Miller (1958) trenquen amb les teories tradicionals que afirmaven

que existia una combinació òptima entre deute i capital que minimitzava el cost de capital i augmentava el valor de l'empresa. Segons ells, el cost de capital i el valor de l'empresa són independents de la seva estructura financera, per tant, el que decidim tenir major proporció de deute o de fons propis no aportarà valor a l'empresa.

La principal crítica que van rebre va ser que la seva tesi no tenia en compte els impostos. Pocs anys després Modigliani i Miller (1963) van reformular el seu model incorporant l'efecte dels impostos. En aquest segon model, anomenat de la Dependència (ja que ara el valor de l'empresa sí que depèn de l'estructura financera triada), conclouen que quant més endeutada estigués una empresa, menor cost de capital suportaria i, per tant, el seu valor augmentaria. En definitiva, la seva tesi afirmava que l'endeutament —palanquejament financer— aporta valor a l'empresa principalment a causa de l'avantatge fiscal de l'endeutament, ja que els interessos pagats són deduïbles fiscalment (vegeu Figura 4).

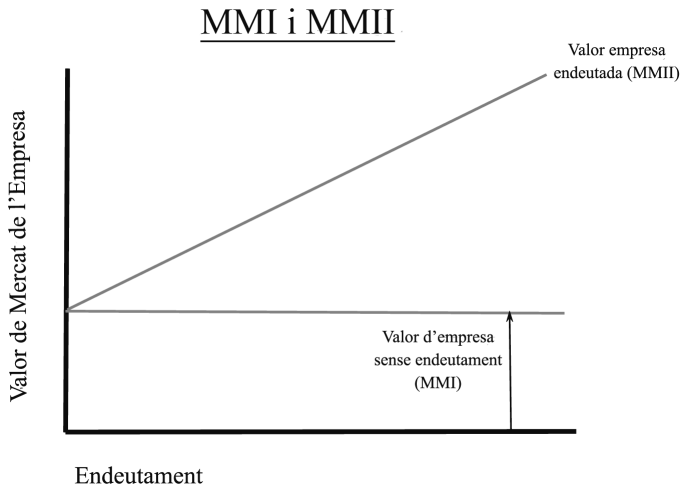


Figura 4. Valor de mercat de l'empresa amb i sense endeutament.

Posteriorment, molts altres economistes, acceptant les aportacions bàsiques de Modigliani i Miller, consideren que l'endeutament té un límit a partir del qual deixa de ser eficient i disminueix el valor de l'empresa (vegeu Figura 5). Han analitzat i incorporat diverses variables al model de Modigliani i Miller per dotar de més realitat les conclusions obtingudes. La seva anàlisi se centra en l'estudi de les variables que, en augmentar l'en-

deutament a partir d'un cert nivell, produeixen un increment de costos en l'empresa que afecta negativament el seu valor. Totes elles formen les teories del *trade off* (intercanvi entre «avantatge fiscal» i «risc de fallida» a mesura que augmenta el deute).

Les aportacions més rellevants en aquest sentit han estat: Kraus i Litzenberger (1973) i Warner (1977) estudiant l'efecte dels «costos d'insolvència»; Jensen i Meckling (1976) introduint els «costos d'agència»; el mateix Miller (1977) reduint l'avantatge fiscal quan se sumen els impostos societaris i els personals; D'Angelo i Masulis (1980) afegint altres estalvis fiscals diferents al deute; Ross (1977), Heinkel (1982), David i Sarig (1991), Myers (1984) i Narayanan (1988) afegint aportacions sobre la informació asimètrica als mercats, etc.

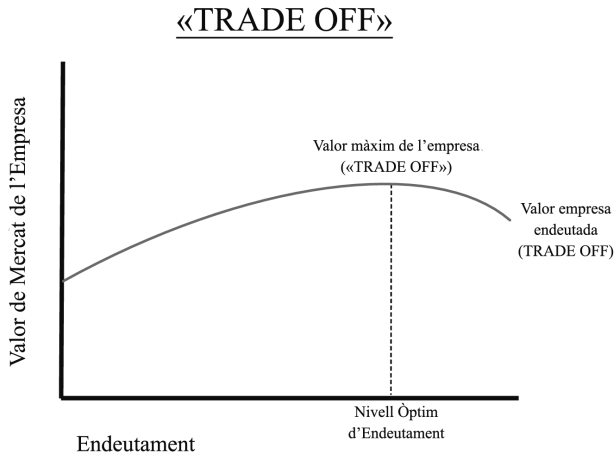


Figura 5. *Trade off* que relaciona endeutament i valor de l'empresa.

En definitiva, l'endeutament aporta valor però fins a un determinat nivell, en el qual una sèrie de variables afectades pels mercats: costos d'insolvència, fiscalitat, garanties i avals, imatge de l'empresa, etc., fan que el valor de l'empresa disminueixi si augmenta l'endeutament. En definitiva per als defensors de la teoria del *trade off*, una empresa té una estructura òptima de finançament que està condicionada a diverses variables (figura 6).

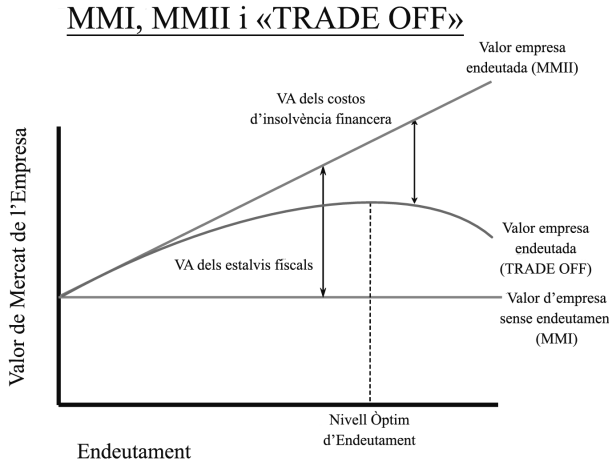


Figura 6. Valor de l'empresa i estructura financera en funció dels estalvis fiscals i dels costos d'insolvència.

No obstant això, aquesta diversitat de models no ha originat una fórmula que inclogui totes les variables i doni resposta integral sobre el nivell òptim de deute en una empresa. D'altra banda, el finançament amb fons propis redueix els nivells de risc però implica un major esforç per part dels accionistes i una possible dilució de la propietat quan s'efectuen ampliacions de capital.

4.3. La selecció de les millors alternatives de finançament

Quan una empresa vol escometre una inversió, pot finançar-la a través dels propis recursos que genera (autofinançament), però en general aquesta és una font de finançament que difícilment podrà cobrir les necessitats d'inversió a llarg termini de l'empresa. L'autofinançament només és suficient en el cas, molt poc freqüent, de les empreses molt rendibles i amb formes d'operar que necessiten poc finançament.

L'altra alternativa és aconseguir els fons necessaris o bé a través de les aportacions dels socis (aportacions de fons propis) o endeutant-se (aportacions de fons aliens). Aquesta disjuntiva pren un caire diferent si la petició de recursos es canalitza a través d'un intermediari financer o a través dels mercats de capitals (privats o públics) de renda variables i de renda fixa.

4.3.1. FINANÇAMENT A TRAVÉS DE FONTS PROPIS

Quan una empresa petita o mitjana desitja ampliar els seus fons propis, generalment són els propis socis o persones físiques o jurídiques propers a ells que faran aquestes aportacions. Aquests recursos, si no provenen del seu propi estalvi generat, els obtindran mitjançant crèdits concedits per entitats financeres per adquirir les noves accions emeses per l'empresa.

En el cas d'empreses de major grandària i que precisen d'un major volum d'inversió, aquestes poden acudir als mercats de capitals emetent accions que podran ser adquirides per un major nombre de possibles inversors-accionistes. És important distingir entre les accions cotitzades en una borsa de valors i les no cotitzades. A les accions cotitzades se les anomena en anglès «*public equity*» (accions que cotitzen en un Mercat Públic de Capitals, una «borsa»). Les segones no cotitzen —no són líquides— i formen part del Mercat Privat de Capitals (accions privades o en anglès «*private equity*»). A la figura 7, s'acompanyen les vies principals de finançament a través de capital.

La distinció anglosaxona és molt clarificadora:

- Les societats anònimes que emeten accions públiques, és a dir, que cotitzen en un mercat secundari de capitals, estan obligades a donar informació pública de forma continuada i constant. Una empresa cotitzada es tradueix en anglès com una «*public company*», i ha de ser més transparent i donar tota la informació rellevant perquè els inversors puguin prendre amb major coneixement de causa les seves decisions d'inversió.
- Per contra, les societats que emeten accions privades o no cotitzades en un mercat públic, són més opaques. Si una empresa de grandària mitjana o petita desitja ampliar el seu capital, molt probablement tampoc no podrà fer-ho emetent accions cotitzades als mercats de capitals, haurà de captar aquest capital que precisa a través d'emissions privades, d'una forma més domèstica, més propera, que és el que es denomina *private equity*.

Quan una empresa desitja que les seves accions siguin admeses a cotització en una borsa de valors, ha de complir una sèrie de requisits i una vegada s'ha acceptat la seva sol·licitud, la forma d'iniciar la seva sortida a borsa sol ser mitjançant una OPV o una OPS.

Les **ofertes públiques de venda (OPV)** són operacions que es realitzen quan un propietari d'un gran volum d'accions d'una empresa desitja

vendre la totalitat o part del seu paquet accionarial. Per això, la venda es fa de forma ordenada i regulada a través d'una OPV.

Les OPV no són operacions de mercat primari (emissions) perquè es tracta de vendre valors ja emesos. Les OPV se solen realitzar motivades per dues situacions, principalment:

- **OPV d'accions no cotitzades.** Es realitzen com a fase prèvia a la seva cotització en borsa.
- **OPV d'accions ja cotitzades.** En aquest supòsit, l'accionista majoritari es desprèn d'una part o de tot el paquet d'accions que té, i les posa a la disposició del públic.

	INTERMEDIARI (Bancs, etc.)	MERCAT «PRIVAT» DE CAPITALS (Capital risc, Private equity, family office, etc.)	MERCATS «PÚBLIC» DE CAPITALS (Borses de valors)
Productes	Crèdit a socis i posterior aportació a l'empresa emetent accions noves.	Emissió accions (<i>Private Equity</i>). Emissió d'híbrids (preferents, obligacions convertibles, deute subordinat).	Emissió d'accions (accions cotitzades). Emissió d'híbrids (preferents, obligacions convertibles, deute subordinat). OPS.BUY-OUTS, etc.
AVAN- TATGES	Facilitat administrativa.	Menor cost de capital(*) que a través de l'intermediari i major que a través del mercat «públic».	Major i més fàcil accés a capitals i possibles inversors. Menor cost de capital que a través d'intermediaris bancaris i mercats privats de capitals. Liquiditat per als inversors.
INCONVE- NIENTS	Garanties personals. Ineficiències fiscals. Major cost de capital.	Difícil accés a possibles inversors (major dificultat a mesura que l'actiu perd prelació de cobrament). Inversió no-líquida per als inversors.	Obligacions d'informació d'empresa cotitzada. Complexitat administrativa. Pèrdua d'independència. Possibles OPA's.

Figura 7. Principals alternatives de finançament amb fons propis, avantatges i inconvenients.

Un altre cas és el de l'**oferta pública de subscripció (OPS)**. En aquest cas, sí que es tracta d'una operació de mercat primari, ja que és una oferta d'accions noves —i, per tant, implica una ampliació de capital— que l'emissor realitza com a entrada a cotitzar en borsa.

En les OPV i les OPS, encara que el preu el pot fixar lliurement l'ofertant, s'ha de seguir un procés administratiu complex supervisat pel regulador borsari (SEC a Estats Units, CNMV a Espanya...). En qualsevol oferta pública s'ha de realitzar un fullet informatiu d'aquesta oferta, que ha de posar-se gratuïtament a la disposició dels interessats. En els processos d'adjudicació de les OPV i les OPS, moltes vegades s'estableixen diversos trams d'oferta. Per exemple, un tram pot dirigir-se a petits inversors, un altre per a inversors institucionals nacionals i un altre per a inversors estrangers, generalment institucionals. En cadascun dels trams poden posar-se topalls màxims i mínims de les accions a adquirir.

4.3.2. FINANÇAMENT A TRAVÉS DE FONS ALIENS

L'altra gran via de finançament és el deute (vegeu Figura 8). Per a les empreses de petita o mitjana grandària, generalment l'única possibilitat d'endeutar-se és acudint a una entitat de crèdit (intermediari financer). No obstant això, quan la grandària augmenta —i per tant el volum de finançament sol·licitat també augmenta— l'accés als mercats de capitals, tant privats com a públics, sol ser una bona alternativa.

La desintermediació financera significa justament això: que les empreses emeten bons (i accions) que seran adquirits pels estalviadors directament a través dels mercats de capitals. Les empreses cotitzades són les que accedeixen de forma més fàcil i directa a l'estalvi dels inversors.

En principi, quan l'empresa té una certa dimensió, el cost de capital dels recursos captats a través d'emissions de renda fixa (bons, etc.) és menor quan l'empresa ho realitza directament a través del mercat de capitals, que quan ho fa a través d'un intermediari financer. Aquesta és el principal avantatge dels mercats de capitals: accés directe a l'estalvi del sistema, en condicions més favorables que les obtingudes a través dels bancs o intermediaris financers en general.

Si l'emissió de renda fixa és «privada», el cost de capital per a l'empresa emissora serà en principi major que si l'emissió és «pública», és a dir cotitzada en un mercat secundari organitzat.

	DEUTE (FINANÇAMENT ALIÈ)		
	INTERMEDIARI (Bancs, etc.)	MERCAT «PRIVAT» DE CAPITALS (Capital risc, «Private equity», «family office», etc.)	MERCATS «PÚBLIC» DE CAPITALS (Mercats secundaris de renda fixa)
Productes	Crèdit bancari a la societat (línia de crèdit, préstec, líasing, facturatge, etc.).	Emissió privada de renda fixa.	Emissió de renda fixa cotitzada.
AVANTATGES	Facilitat administrativa. Avantatges fiscals del deute.	Menor cost de capital(*) que a través de l'intermediari i major que a través del mercat «públic». Avantatges fiscals del deute.	Major i més fàcil accés a capitals i possibles inversors. Menor cost de capital(*) que a través d'intermediaris bancaris i mercats privats de capitals. Liquiditat per als inversors. Avantatges fiscals del deute.
INCONVENIENTS	Possibles garanties personals. Major cost de capital.	Difícil accés a possibles inversors. Inversió no líquida per als inversors.	En general, poca liquiditat per als inversors. Obligacions d'informació d'emissió cotitzada. Complexitat administrativa.

Figura 8. Principals alternatives de finançament amb fons aliens, avantatges i inconvenients.

L'elecció de les millors alternatives de finançament dependrà de moltes variables, tal com ja s'ha indicat, però a més haurà de considerar l'etapa del cycle de vida en el qual es troba l'empresa. Tal com es pot visualitzar a la figura 9, les necessitats d'inversió i la capacitat de generar beneficis varia molt al llarg de la vida de l'empresa. Per això, en l'etapa inicial, quan hi ha moltes necessitats d'inversió i no es generen beneficis, les vies més habituals són els préstecs de familiars i amics, a més dels bancs. En canvi, quan l'empresa ja demostra que és capaç de generar beneficis ja pot acudir

a altres vies de finançament com el capital de risc. Més endavant, quan l'empresa comença a obtenir molts beneficis ja es pot plantejar altres opcions com la Borsa, per exemple.

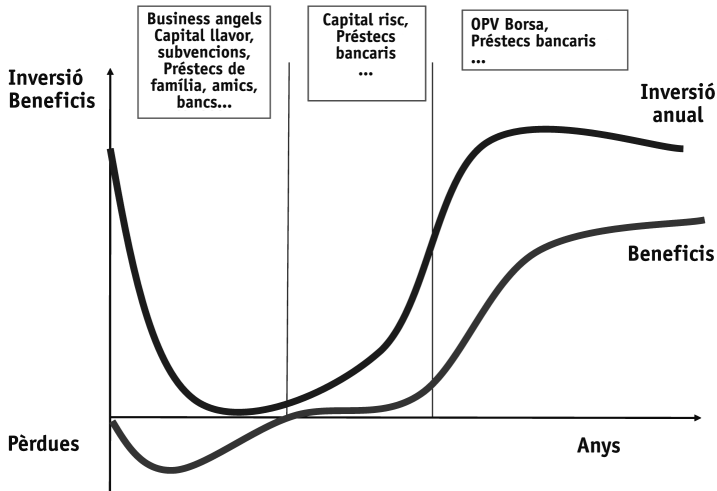


Figura 9. Fonts de finançament segons l'etapa del cicle de vida de l'empresa.

5. Decisions sobre dividendes

Un altre àmbit de decisions de les finances corporatives és el corresponent a la política de dividendes que ha de distribuir els recursos generats entre la part que va als accionistes i la part que es queda a l'empresa com a autofinançament. La retribució a l'accionista pot ser o bé repartint dividend o bé recomprant accions. El repartiment de dividendes o la recompra d'accions d'una empresa, sol ser un senyal positiu per al mercat ja que indica que l'empresa aconsegueix obtenir beneficis suficients tant per recompensar els accionistes com per autofinançar-se.

Les empreses, normalment, segueixen alguna de les polítiques següents:

- Quantitats estables de dividendes per acció.
- Percentatges constants de dividendes sobre beneficis.
- Dividendes estables.
- Dividendes zero.

Entre els diversos factors que incideixen en la política de dividendes estan les disponibilitats de tresoreria, les expectatives dels accionistes, el nivell d'endeutament, les possibilitats de creixement, la fiscalitat i el control de l'empresa, entre altres.

La controvèrsia principal és si la política de dividendes influeix en el valor de l'empresa. Per respondre aquesta pregunta s'han elaborat moltes aportacions teòriques, que es podrien agrupar en tres grans blocs:

- Els que consideren que la política de dividendes és irrellevant. Modigliani i Miller (1961) van fer una aportació molt rellevant, demostrant que, donades unes hipòtesis de partida, la decisió de repartiment de dividendes és irrellevant respecte a la seva influència en el valor d'una companyia. El valor d'una empresa és funció de la rendibilitat de les inversions efectuades i no de si aquests rendiments són repartits o no entre els accionistes.
- Les propostes de Gordon (1959) i Lintner (1964) consideren que el repartiment de dividendes sí que és rellevant i pot afavorir l'augment de valor de l'empresa. Es coneixen com a teories de l'«ocell en mà». Donades dues empreses amb un mateix nivell de risc, aquella que reparteix majors dividendes serà més estimada pels inversors i aquests estaran disposats a pagar més per ella. Aquesta major apreciació pel mercat augmentarà el valor de les seves accions i, per tant, el valor total de l'empresa. La teoria es basa en la suposició que els inversors perceben menys risc en els dividendes actuals que en els futurs. Per tant, quant abans els rebin millor.
- Les teories que relacionen la política de dividendes amb el rendiment de les inversions i el cost de capital. En principi, consideren que val la pena repartir dividend quan el rendiment que obté l'empresa és menor que el cost de capital. En aquest cas, és més interessant repartir dividend. En canvi, quan l'empresa pot generar un rendiment amb les seves inversions que supera el cost de capital, és millor dedicar els diners generats a invertir-los en l'empresa.
- Les teories de la rellevància fiscal de la política de dividendes, on es considera que el repartiment de dividendes sí que és rellevant, però de forma negativa, reduint el valor de l'empresa. Es basen en què el pagament de dividendes augmenta el pagament d'impostos per part dels accionistes. Aquestes teories consideren que quan algú inverteix en accions d'una empresa obté rendiments de dues formes possibles: mitjançant els dividendes cobrats i/o mitjançant la plusvàlua generada, també anomenada guany de capital. Però una va en contra de

l'altra, ja que una companyia, en repartir dividendes, val menys. Els dividendes es graven immediatament, per això els accionistes prefereixen el guany de capital ja que permet modular el pagament fiscal a la seva conveniència, atès que aquest es produirà quan l'accionista decideixi vendre les seves accions. Els autors d'aquestes teories indiquen que la liquiditat generada per la companyia en no destinar-se a dividendes es dedicarà a inversions que generaran valor a l'empresa.

No obstant això, en la realitat quotidiana de les empreses, les casuístiques són molt diverses i poc comparables. No tenen els mateixos objectius respecte a la política de dividendes una empresa familiar o unipersonal que una empresa cotitzada en borsa amb un accionariat enormement atomitzat. En una empresa familiar és possible que l'interès de la propietat sigui transmetre el màxim valor possible en el moment en què els successors hereten l'empresa. En canvi, en una empresa cotitzada les perspectives són molt més a curt termini. Quan la propietat està en mans de fons d'inversió, la permanència dels quals al capital de l'empresa no tenen una voluntat de permanència, difícilment se'ls podrà retenir sense una política generosa de dividendes, mentre que les companyies amb un accionariat estable i compromès, serà més receptiu a la renúncia d'un percentatge de dividendes sense entendre que això lesioni els seus interessos.

6. La gestió de riscos financers

Els riscos són conseqüència de l'evolució dels mercats (per exemple, el risc de tipus de canvi), o de les relacions amb altres empreses (risc de crèdit, per exemple) o de l'actuació de la pròpia empresa (risc legal per incomplir alguna normativa). Tant les decisions d'inversió com les de finançament impliquen múltiples riscos financers (vegeu Figura 10) que han de ser avaluats i gestionats adequadament ja que poden afectar negativament el valor de l'empresa. Per a això, cal aconseguir una cobertura adequada dels diferents riscos financers amb què l'empresa ha de conviure.

Entre aquests riscos cal destacar el risc de crèdit lligat a la morositat de la clientela, el risc de liquiditat (impossibilitat puntual d'atendre obligacions de pagament) o de fallida (insolvència definitiva de l'empresa), el risc de mercat (risc de fluctuació d'actius que cotitzen en mercats borsaris, risc de tipus d'interès i risc de tipus de canvi), per exemple. La cobertura de riscos exigeix una política adequada de prevenció. Sens dubte, una certa dosi de risc és inevitable, però per a això existeixen mecanismes de prevenció.

Risc de crèdit

Risc de liquiditat o de fallida

Risc de mercat { Risc de cotització
Risc de tipus d'interès
Risc de tipus de canvi

Figura 10. Principals riscos financers.

Una part significativa dels riscos poden cobrir-se. Per exemple, el risc de crèdit o d'impagament d'un client, pot reduir-se a través de les assegurances de canvi o del facturatge. El risc de liquiditat, que es refereix a l'existència de tensions de tresoreria que impedeixin atendre les obligacions de pagament, poden evitar-se a través de la planificació financera i la contractació de productes que permetin disposar de liquiditat en moments punta (pòlisses de crèdit, per exemple). Els riscos de mercat poden mitigar-se amb instruments financers derivats (opcions, futurs, *forwards*, *swaps*...).

El director financer de l'empresa és responsable d'aconseguir que l'empresa gestioni de forma adequada aquests riscos amb la finalitat de minimitzar les conseqüències negatives que podrien suposar la no gestió (o la mala gestió). Qualsevol dels riscos enumerats pot provocar una reducció dràstica del valor o fins i tot la desaparició de l'empresa. Per exemple, quan un client molt important fa fallida, o quan els mercats fluctuen de forma molt perjudicial. Per això, l'alta direcció de l'empresa i el seu consell d'administració han d'establir els mecanismes adequats per al control dels riscos.

7. Interrelacions entre finances corporatives i govern de l'empresa

El govern corporatiu, que és el sistema a través del qual es dirigeixen i controlen les empreses, té un paper decisiu en la gestió i reducció del risc, en la generació de valor i també en les relacions entre els diferents *stakeholders*: la direcció de l'empresa, el seu consell d'administració, els accionistes i altres *stakeholders* (empleats, creditors, societat...). El govern corporatiu ha de permetre un equilibri adequat entre els interessos dels diferents *stakeholders*. Per a això, supervisa l'actuació dels directius i les relacions entre els *stakeholders*. D'aquesta forma, es tracta de garantir les millors pràctiques en la gestió i en la transparència de l'empresa.

Els fonaments teòrics del govern corporatiu es basen en la teoria de l'agència, que ja apareix en els treballs d'Adam Smith (1776), donada l'asimetria d'objectius entre accionistes, membres del consell i directius. Segons la teoria de l'agència, els costos es produeixen quan el principal (els accionistes) designen als agents (membres del consell i directius) perquè dirigeixin l'empresa. Com aquests col·lectius tenen objectius i informació diferent es poden produir resultats no desitjats.

L'impuls del govern corporatiu es produeix arran del crack de 1929. Poc després ja van aparèixer els treballs de Berle i Means (1932) i de Coase (1937) que ja van proposar mecanismes per controlar l'actuació dels directius i així protegir els interessos dels accionistes. El govern corporatiu, precisament, contribueix a reduir els costos d'agència. De fet en les empreses petites i mitjanes en les quals hi ha més coincidència entre accionistes, consellers i directius el govern corporatiu no és un problema rellevant.

Hi ha diverses facetes del govern corporatiu que tenen relacions amb les finances corporatives. Vegem-ne alguns exemples:

- Funcionament i transparència del consell d'administració i la direcció.
- Salvaguarda dels drets dels accionistes (participació en assemblees, dividend, informació i gestió sobre riscos, auditoria i control intern, transparència i qualitat de la informació financera de l'empresa...).
- Sistemes de retribució dels membres del consell i de la direcció (opcions sobre accions, *bonusses*...).
- Responsabilitat dels administradors.
- Salvaguarda dels drets dels creditors (política d'endeutament, informació financera de l'empresa, relacions amb agències de *rating*...).

Les regles principals del govern corporatiu estan en la legislació mercantil. No obstant això, al llarg dels últims anys, i especialment com a conseqüència dels grans escàndols financers produïts, s'han anat reforçant les obligacions de l'empresa en matèria de govern corporatiu (Llei Sarbannes-Oxley a Estats Units, Informe Cadbury en el Regne Unit, Codi Unificat de Govern Corporatiu a Espanya...) i també s'han anat difonent guies de bones pràctiques. Això afecta essencialment les empreses cotitzades.

8. Conclusions

Seguidament, resumim els principals conceptes tractats i també apuntem diversos reptes de futur.

Les finances estudien com obtenir el millor profit de recursos financers escassos.

Les finances corporatives tenen com a principal objectiu elevar el valor de l'empresa, a través de les decisions d'inversions, finançament i dividend.

Per valor s'entén normalment els diners que percep l'accionista al llarg dels anys en què té accions de l'empresa.

En avaluar inversions cal trobar un equilibri adequat entre els subobjectius de rendibilitat, risc i liquiditat. Les inversions han d'assegurar que el rendiment obtingut és superior al cost dels diners per a l'empresa, amb un nivell de risc adequat i garantint la liquiditat necessària per atendre els compromisos de pagament.

En decidir sobre finançament es tracta d'aconseguir els recursos necessaris, al mínim cost i amb les mínimes contrapartides com a garanties, avals, *covenants*, etc. Per a això, una de les responsabilitats de les finances corporatives és dissenyar i gestionar l'estructura financera òptima de l'empresa.

- El cost dels fons propis es calcula a partir del denominat cost d'oportunitat dels accionistes, que és la rendibilitat mínima exigida pels accionistes. També pot estimar-se a partir del tipus d'interès sense risc, més la prima de risc de mercat i la prima de risc específica de la pròpia empresa.
- L'elecció entre fons propis i deute ha de fer-se considerant els diferents avantatges i inconvenients que tenen cadascuna d'elles en cada cas concret.
- La política de dividends més raonable depèn de diverses qüestions que poden variar segons la situació i perspectives de cada empresa.
- Les finances corporatives estan condicionades per múltiples riscos que han de gestionar-se adequadament.
- Cada vegada és més rellevant la interrelació entre les finances i el govern corporatiu de l'empresa.

Coses que sabem i coses que no sabem de finances corporatives

Com a complement a les conclusions, també és oportú identificar aquells aspectes de les finances corporatives en els quals hi ha certeses, per distingir-los d'aquells altres en els quals encara hi ha molts interrogants:

- Podem mesurar el valor creat per l'empresa a través de l'augment de valor de les accions i dels diners lliurats als accionistes. També es pot mesurar amb l'EVA.

- Es pot augmentar el valor aconseguint que els actius rendeixin més, baixant el cost del finançament o optimitzant la fiscalitat.
- Més rendibilitat implica normalment més risc.
- Una inversió crea valor si la seva rendibilitat (TIR) supera el cost dels diners. En aquest cas, el VAN serà major que zero.
- El mètode de referència per valorar empreses és el descompte de fluxos de caixa lliure.
- El mètode més acceptat per obtenir el cost de capital d'una empresa és el WACC, o cost mitjà ponderat del cost dels fons propis i el cost del deute.
- El cost dels capitals propis sol ser major que el cost de l'endeutament, ja que el risc assumit per part dels inversors que decideixen ser creditors de l'empresa (deute) és menor que el dels que decideixen ser socis (capital).
- L'endeutament aporta valor a l'empresa a causa dels seus avantatges fiscals respecte als fons propis.
- A partir d'un nivell d'endeutament l'empresa aconsegueix una alta probabilitat d'entrar en perill de fallida, però no sabem calcular amb exactitud quin és aquest nivell. La diversitat de factors canviants tant interns com a externs que influeixen, complica en gran manera aquest càlcul.
- Sabem calcular amb certa precisió el cost d'endeutament d'una empresa, no així el cost dels fons propis. Hi ha aproximacions teòriques solvents a aquest intent de valoració del cost dels fons propis d'una empresa, però no resolen amb exactitud la incògnita.
- L'etapa del cicle de vida influeix en les necessitats d'inversió i en la capacitat de generació de beneficis. Per tant, també influeix en el finançament.
- La política de dividendes està molt influïda per l'evolució de diverses variables entre les quals destaquen les disponibilitats de tresoreria, les expectatives dels accionistes, el nivell d'endeutament, les possibilitats de creixement, la fiscalitat i el control de l'empresa, entre altres. NO hi ha una fórmula exacta que permeti conèixer quin és la política òptima de dividendes, ja que hi juguen moltes variables, algunes de determinació subjectiva.
- Quan l'empresa no aconsegueix que les seves inversions obtinguin un rendiment que superi el cost del finançament, pot ser convenient retornar els diners als accionistes, ja sigui amb dividendes o amb recompres d'accions.
- El risc existeix, però la prevenció també. Les finances corporatives

estan immerses en múltiples riscos i és fonamental que es gestionin adequadament per aconseguir uns nivells de prevenció que no posin en perill l'empresa.

Noves tendències en finances corporatives

Com es pot veure a la Figura 11, un dels reptes principals de les finances és influir en l'estratègia del negoci i en les prioritats operatives.

Un altre repte important és el de trobar un equilibri entre els interessos dels diferents *stakeholders* de l'empresa. Les noves tendències en govern corporatiu atorguen un paper creixent a les interrelacions amb les finances corporatives en temes tan rellevants com la retribució d'accionistes, consellers i directius; i el control dels riscos.

En els últims anys també ha anat despertant interès el tema del mesurament i gestió dels intangibles (marques, xarxes de clients, saber-fer...) ja que influeixen decisivament en el valor de les empreses.

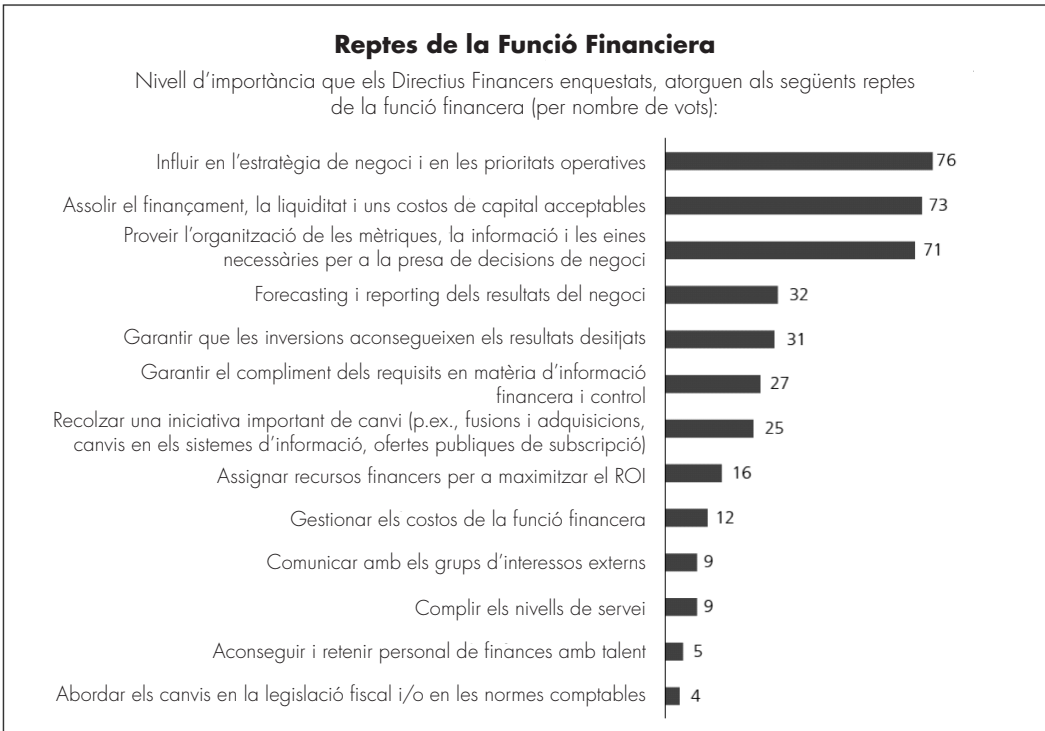


Figura 11. Principals reptes de les finances. Font: Deloitte (2010).

Referències bibliogràfiques

- ACCID (2005): Medició, gestió i control d'intangibles, *Revista de Comptabilitat i Direcció*, Barcelona.
- ACCID (2009): Valoració d'empreses, *Revista de Comptabilitat i Direcció*, Barcelona.
- ACCID (2010): Gestió del circulant, *Revista de Comptabilitat i Direcció*, Barcelona.
- ACCID (2011): Noves tendències en finançament empresarial, *Revista de Comptabilitat i Direcció*, Barcelona.
- AECA (2005): Valoración de PYMES, Documento número 7, Comisión de Valoración de Empresas, AECA, Madrid.
- BERLE, A.A. i MEANS, G.C. (1932): *The modern corporation and private property*, Macmillan.
- BODIE, Z. i MERTON, R. (2003): *Finanzas*, Prentice Hall - Pearson Education.
- BREALEY, R. A. i MYERS, S. C. (2010): *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, Nueva York.
- COASE, R.H. (1937): «The nature of the firm», *Economica*, 4.
- FERNÁNDEZ, P. (2008): *201 errores en la valoración de empresas*, Deusto, Barcelona.
- GORDON, M. (1959): «Dividends, earnings, and stock prices». *The Review of Economics and Statistics*, 41.
- JENSEN, M. i MECKLING, W. (1976): «Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3, octubre, pp. 305-360.
- KRAUS, A. i LITZENBERGER, R. (1973): «A state - preference model of optimal financial leverage», *The Journal of Finance*. vol. 28, Núm. 4, setembre, pp. 911-922.
- LELAND, H. i PYLE, D. (1977): «Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation», *The Journal of Finance*, vol. 32, Núm. 2, maig, pp. 371-387.
- LITNER, J. «Optimal dividends and corporate growth under uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 1964. vol. 78, Núm. 1.
- MILLER, M i MODIGLIANI, F. (1961): «Dividend Policy, and the Valuation of Shares», *Journal of Business*, 34. octubre, pp. 411-433.
- MILLER, M. (1977): «Debt and Taxes», *The Journal of Finance*, vol. 32, núm. 2, maig, pp. 261-275.
- MILLER, M. i SCHOLLES, M. (1978): «Dividends and Taxes», *Journal of Financial Economics*, vol. 6, núm. 4, desembre, pp. 333-364.

- MODIGLIANI, F. i MILLER M. (1958): «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment», *The American Economic Review*, vol. 48, juny, pp. 261-297.
- MODIGLIANI, F. i MILLER M. (1963): «Corporate income taxes and the cost of capital: a correction», *The American Economic Review*, vol. 53, juny, pp. 433-443.
- PASCALE, R. (1993): *Decisiones Financieras*, Ediciones Macchi, Buenos Aires.
- PUIG, X. i CID, G. (2011): «Política financera de l'empresa», *Revista de Comptabilitat i Direcció*, núm. 12., pp. 11-32.
- RIVERA, J.A. (2002) «Teoría sobre la estructura de capital», *Estudios Gerenciales*, vol.18, núm. 84, juliol-setembre.
- ROSS, S.A., R.W., WESTERFIEL D. i JAFFE, J. (2004): *Corporate Finance*, McGraw-Hill, Nueva York.
- SHARPE, W. (1964): «Capital assets prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk», *Journal of Finance*, vol.19, núm. 3, setembre.
- SMITH, A. (1776): *An Inquiry into the Wealth of Nations*, Adam Smith, Boston.
- STERN, J., STEWART, B. i CHEW, D. (1995): «The EVA Financial Management System», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 8, núm. 2.
- VAN HORNE, J. (1988): *Administración financiera*, Prentice Hall, México.
- WESTON, J. F. i BRIGHAM, E. F. (1993): *Fundamentos de administración financiera*, McGrawHill, México.