

Marco general de las finanzas corporativas

ORIOLO AMAT
XAVIER PUIG
Universitat Pompeu Fabra

Fecha recepción: 9/05/2012
Fecha aceptación: 25/07/2012

RESUMEN

Las finanzas corporativas se centran en cómo las empresas pueden obtener fondos para financiar sus actividades y en cómo invertir estos fondos para generar valor, teniendo en cuenta el riesgo que implican. Este trabajo describe el marco general de actuación de las finanzas corporativas. Para ello, se analiza el concepto de creación de valor. También se describen las principales decisiones de finanzas corporativas: inversión, financiación y reparto de dividendos. Otros aspectos analizados son la gestión de riesgos que incide en cualquier decisión de finanzas y las relaciones entre éstas y el gobierno corporativo.

PALABRAS CLAVE

Finanzas corporativas, inversiones, financiación, dividendo, EVA, coste de capital, riesgos financieros.

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 implied. This work describes the general framework of corporate finance. To do so, the concept of value creation is analyzed. It also describes the main decisions of corporate finan-

ce: 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. El ámbito de las finanzas corporativas

Las finanzas, como disciplina de las ciencias económicas y empresariales, se empezaron a estructurar a partir del siglo xx. En aquellos años, las necesidades financieras de las empresas se incrementaron considerablemente como consecuencia del auge que estaban viviendo la industria y los servicios. Esto provocó un gran desarrollo de los mercados de capitales. En los años 50 ya se estaban consolidando los cimientos conceptuales en los que se basan las finanzas tal y como las conocemos hoy.

Las finanzas estudian cómo obtener el mejor provecho de recursos financieros escasos, y se dividen en finanzas personales, finanzas corporativas y finanzas públicas. Las finanzas corporativas se centran en cómo las empresas pueden obtener fondos para financiar sus actividades y en cómo invertir estos fondos para generar valor. La mayoría de decisiones empresariales, ya sean de producción, marketing, recursos humanos, etc., tienen implicaciones financieras y, por ello, afectan a las finanzas corporativas.

Las finanzas corporativas tienen como principal objetivo elevar el valor de la empresa y, por lo tanto, el de las acciones que integran el capital social. Para ello, han de encontrar un equilibrio adecuado entre los subobjetivos de rentabilidad, riesgo y liquidez:

- La rentabilidad persigue conseguir el máximo rendimiento de las inversiones efectuadas.
- La gestión de la rentabilidad va ligada a la del riesgo, ya que más rentabilidad implica más riesgo, y viceversa. El riesgo se refiere a la posibilidad de tener pérdidas que reducen el valor de la empresa.
- Un nivel adecuado de liquidez, permite poder afrontar los diferentes compromisos de pago, lo cual es imprescindible para que la empresa pueda funcionar con normalidad.

Las finanzas corporativas constituyen la tarea del director financiero de la empresa, que en muchos casos es asesorada por consultoras especializadas.

Este trabajo se propone presentar el marco general de actuación de las finanzas corporativas. Para ello, en el apartado 2 se analiza el concepto de creación de valor. En los apartados 3, 4 y 5 se describen las principales decisiones de finanzas corporativas: inversión, financiación y reparto de dividendos. En el apartado 6 se trata la gestión de riesgos que incide en cualquier decisión de finanzas corporativas. A continuación, en el apartado 7 se exponen las relaciones principales entre el gobierno de la empresa y las finanzas corporativas. Finalmente, en el apartado 8 se presentan las principales conclusiones del trabajo.

2. La creación de valor a través de las finanzas corporativas

Como se ha indicado, el objetivo principal de las finanzas corporativas es maximizar el valor de la empresa y en consecuencia crear valor para sus accionistas. Por valor se entiende normalmente el dinero que percibe el accionista a lo largo de los años en que tiene acciones de la empresa. Desde el punto de vista éstos, existen diversas alternativas para medir la riqueza generada. Entre las más utilizadas están las siguientes:

- **Riqueza medida a través del aumento de valor de las acciones y del dinero entregado a los accionistas, ya sea con recompra de acciones o con dividendos** (ver apartado 5). El aumento de precio de mercado de las acciones. Se trata de un indicador claro, fiable y fácil de obtener, siempre que la empresa cotice en bolsa. Por otro lado, el precio de mercado tiene en cuenta toda la información disponible sobre la empresa hasta ese momento. Así, datos como el riesgo con el que opera la empresa, el valor de sus inversiones, la liquidez generada por la empresa o las expectativas de futuro son consideradas por el mercado cuando establece la cotización de las acciones de una empresa. El problema es que muy pocas empresas cotizan en bolsa, por lo que su utilización está limitada a un número muy reducido de grandes empresas.
- **Riqueza medida a través del EVA**. El EVA (valor económico añadido, del inglés economic value added) es el importe que queda una vez se han deducido de los ingresos la totalidad de los gastos, in-

cluidos el coste de oportunidad del capital y los impuestos. Es una herramienta que adquirió mucho auge a partir de los años 90 con los trabajos de Stern (1995). Por tanto, considera la productividad de todos los factores utilizados para desarrollar la actividad empresarial. En otras palabras, el EVA es lo que queda una vez se han atendido todos los gastos y satisfecho una rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas. Por tanto, se crea valor en una empresa cuando la rentabilidad generada supera el coste de oportunidad de los accionistas.

Para calcular el EVA se opera como sigue:

Beneficio de las actividades ordinarias antes de intereses y después de impuestos (BAIDI)

– Valor contable del activo \times Coste promedio de la financiación

EVA

Para que el EVA sea positivo, la rentabilidad de los activos después de impuestos ha de ser superior al coste financiero de los mismos.

El EVA se diferencia de otros indicadores como el beneficio neto, el flujo de caja (beneficio más amortizaciones), el EBITDA (beneficios antes de intereses, impuestos y amortizaciones) o el flujo de caja libre (EBITDA menos reinversiones en activos) en que éstos no tienen en cuenta el coste de oportunidad de los accionistas. Por tanto, el EVA tiene en cuenta todos los recursos utilizados ya que el coste promedio de la financiación considera tanto el coste de la deuda como el coste de los fondos propios.

De forma sintética, podría decirse que existen cinco estrategias básicas para incrementar el EVA:

- Mejorar la eficiencia de los activos actuales. Si las inversiones rinden más se incrementará la riqueza generada.
- Aumentar las inversiones en activos que rindan por encima del coste de la financiación.
- Bajar el coste de la financiación.
- Reducir la carga fiscal tomando decisiones que maximicen las desgravaciones y deducciones fiscales.
- Reducir los activos, manteniendo el BAIDI, para que se pueda disminuir la financiación total utilizada. Así, al reducir la financiación

será menor su coste total, que es lo que se deduce del beneficio. Por lo tanto, aunque el beneficio (BAIDI) siga siendo el mismo, el EVA aumentará al reducirse el coste financiero.

Con alguna de las estrategias expuestas, o combinaciones de ellas, que tienen mucho que ver con las finanzas corporativas se puede aumentar el EVA y, por lo tanto, el valor creado para el accionista.

Los enfoques expuestos se centran en el valor para el accionista. Sin embargo, otras corrientes de pensamiento amplían este objetivo a más grupos con intereses en la empresa o *stakeholders*: trabajadores, acreedores, proveedores, clientes, administración pública y sociedad en general. La tendencia es lograr un adecuado equilibrio entre los intereses de todos los *stakeholders*. De todas formas, en este trabajo nos centraremos en la generación de riqueza desde el punto de vista del accionista.

3. Decisiones de inversión

Un primer tipo de decisión que entra en el ámbito de las finanzas corporativas es el que está relacionado con las inversiones. Las decisiones de inversión intentan colocar los recursos financieros escasos en las alternativas más interesantes para conseguir un buen equilibrio entre rentabilidad, riesgo y liquidez (ver Figura 1).

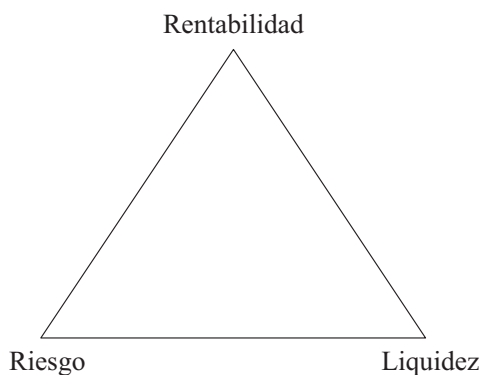


Figura 1: Objetivos de las decisiones de inversión.

Suelen clasificarse en dos grandes áreas: inversiones a largo plazo e inversiones a corto plazo:

3.1. Inversiones a largo plazo

Las decisiones de inversión a largo plazo van encaminadas a seleccionar aquellos activos que generen valor a largo plazo para la empresa. En este terreno, las finanzas corporativas evalúan operaciones tales como:

- **Inversiones en activos tangibles o intangibles** como máquinas, inmuebles o marcas, por ejemplo.
- **Inversiones financieras** como pueden ser las obligaciones o bonos, por ejemplo.
- **Reestructuraciones empresariales** que suelen ser más complejas en cuanto a su evaluación y financiación:
 - Combinaciones de negocios:
 - Fusiones
 - Adquisiciones o absorciones de empresas
 - Adquisiciones de líneas de negocios
 - Alianzas estratégicas
 - Escisión
 - Venta de la empresa o de una parte de la misma (línea de negocio, activos separados...)

Las fusiones, adquisiciones y alianzas estratégicas persiguen el crecimiento (ventas, cuota de mercado, beneficios...), las sinergias (aumento de ingresos o reducción de gastos) o la diversificación. Por ello, es fundamental evaluar su impacto en el valor generado.

¿Cómo podemos saber qué inversiones generan valor y cuáles no? Las dos herramientas básicas de análisis de inversiones más aceptadas para responder esta pregunta son: el Valor Actual Neto (VAN) y la Tasa Interna de Rentabilidad (TIR). Una inversión creará valor si su rentabilidad (TIR) supera el coste del dinero para la empresa (ver WACC más adelante). En este caso, el VAN será mayor que cero.

El cálculo del VAN y la TIR de cualquier proyecto de inversión implica realizar estimaciones de dos variables clave que afectarán a su resultado final: los flujos de caja futuros (beneficio más amortizaciones) que aportará el proyecto y el coste del dinero. Cuanto mayor sean los flujos de caja aportados por el proyecto y cuanto menor sea el coste del dinero, mayor valor aportará este proyecto de inversión a la empresa. De forma complementaria también se utilizan otras técnicas como el plazo de recuperación o el ROI (beneficio antes de intereses e impuestos dividido por la inversión).

Pero nada es sencillo cuando se trata de hacer previsiones. Cuantificar las previsiones futuras de flujos de caja que ofrecerá la inversión propuesta, es complejo y conlleva un nivel de riesgo o error apreciable... ¡Y sin embargo debemos decidir hoy si se lleva a cabo o no la inversión! No es trivial. Cuando APPLE decidió invertir en el proyecto del «Iphone» o del «Ipad» ¿Conocía con seguridad los flujos futuros que iban a obtener en la realidad?, obviamente no. La inversión ha sido un éxito rotundo y ni el más optimista podía imaginar los rendimientos finales de dicha inversión. Las empresas concesionarias que han invertido en autopistas deficitarias, ¿Sabían que los flujos futuros que obtendrían iban a ser tan reducidos?, obviamente tampoco, de haberlos conocido no hubieran emprendido la aventura. En definitiva, una decisión de este tipo requiere no sólo una visión puramente financiera, sino también de una visión estratégica.

Las reestructuraciones empresariales (compras de empresas...) se evalúan con técnicas de **valoración de empresas**. El método de referencia es el descuento de flujos de caja libre, que calcula el valor actual de los flujos de caja libre (EBITDA menos impuestos y menos reinversiones en activos) aplicando una tasa de descuento (coste medio de la financiación utilizada).

Una nueva tendencia en el análisis de inversiones tiene que ver con los intangibles (marcas, redes de clientes, saber-hacer...) que influyen decisivamente en el valor de proyectos y empresas¹.

Por otro lado, las decisiones de inversión conllevan riesgos que se deben analizar, medir y gestionar (ver apartado 7). Cuando una inversión puede tener diversos escenarios futuros se utilizan métodos como los árboles de decisión o las opciones reales. Cuando los flujos de una inversión son difíciles de estimar, se efectúan análisis de sensibilidad modificando cada una de las variables sensibles para ver su impacto en el valor generado.

3.2. Inversiones a corto plazo

Estas inversiones, denominadas también **inversiones en circulante**², incluyen las de fondo de maniobra y las inversiones financieras a corto plazo. Las primeras tienen en cuenta las necesidades de la empresa en cuanto al nivel de existencias, realizable y disponible necesario para una gestión eficiente, así como la financiación automática que proporcionan los proveedores u otros acreedores (impuestos, Seguridad Social, suministros...).

1. Ver números 1 y 8 de la Revista de Contabilidad y Dirección.

2. Ver número 9 de la Revista de Contabilidad y Dirección.

La gestión de estos activos corrientes es un elemento clave de éxito ya que tanto un exceso como un déficit en ese tipo de inversiones reducirán el valor de la empresa.

Una correcta **gestión de existencias** (compras, almacenamiento, producción, etc.), también denominada *stock management*, con la utilización de herramientas como el justo a tiempo o el kanban, permite aplicar los recursos estrictamente necesarios para el buen funcionamiento de la empresa. Recursos excesivos (existencias de seguridad desproporcionadas, costes de almacenamiento elevados, etc.) implican un menor rendimiento que reduce el valor generado y drena recursos para otras inversiones más rentables.

Asimismo, una gestión eficiente del realizable –básicamente el crédito a clientes– y de la tesorería (movimientos y saldos de liquidez, inversiones financieras a corto plazo...) favorecen la generación de liquidez que evite problemas con los pagos de la empresa. Estas técnicas reciben la denominación de *credit management* (**gestión del crédito a clientes**) y *cash management* (**gestión de la tesorería**). Un exceso de recursos puede producir un déficit en su capacidad de inversión y una asignación escasa de recursos puede producir que la empresa tenga problemas de tesorería y, por tanto, de liquidez, y conducirla, en el caso extremo, a una situación de concurso de acreedores.

En definitiva, una eficiente gestión de las inversiones en circulante permite generar valor y asegurar la liquidez necesaria para el desarrollo de las actividades sin tensiones de tesorería. En otras palabras: ser eficientes en las inversiones en circulante es condición necesaria, pero no suficiente, para poder realizar una buena gestión de las inversiones a largo plazo en activos no corrientes.

4. Decisiones de financiación

Otra gran área decisoria de las finanzas corporativas es la relacionada con la financiación³ de las inversiones empresariales. Se trata de conseguir los recursos necesarios, al mínimo coste y con las mínimas contrapartidas como garantías, avales, *covenants*, etc. (ver Figura 2). Los *covenants* son compromisos que la empresa adquiere al recibir un préstamo. Ejemplos de *covenants*, son el compromiso de auditar las cuentas, de no repartir dividendos o de cumplir determinados ratios financieros.

3. Ver número 12 de la Revista de Contabilidad y Dirección.

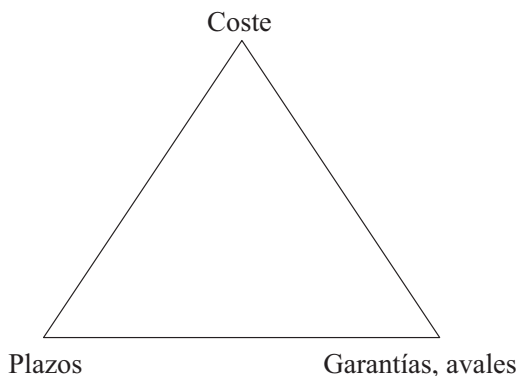


Figura 2: Objetivos de las decisiones de financiación.

Existen dos grandes vías para financiar las inversiones (ver Figura 3): fondos propios (capital y reservas) y deuda. Más recientemente, han ido apareciendo productos híbridos que están en la frontera de ambos, que no son ni deuda pura ni fondos propios puros, como por ejemplo las obligaciones obligatoriamente convertibles o las participaciones preferentes, pero la gran mayoría de empresas sigue financiándose mediante la emisión de acciones o pidiendo un préstamo al banco.

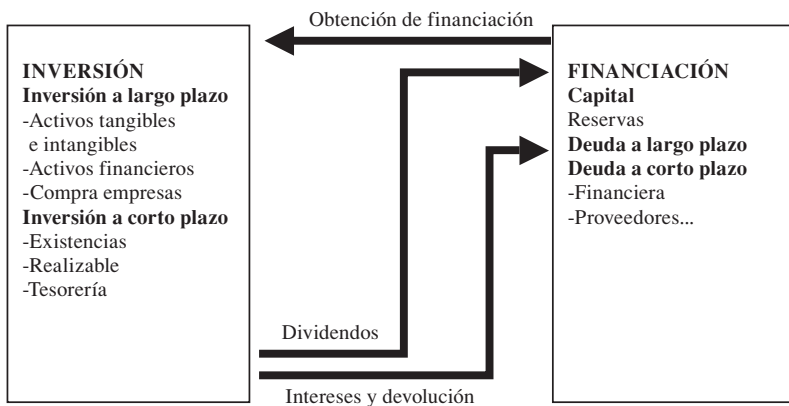


Figura 3: Flujos financieros de las inversiones y la financiación de la empresa.

Entre los temas más relevantes de las decisiones de financiación, destacan la gestión del coste de capital y la elección de la estructura óptima de la financiación (Puig y Cid, 2012).

4.1. El coste de capital

Una de las funciones claves de las finanzas corporativas es la optimización del coste de capital, que es el coste medio de toda la financiación (WACC o *weighted average cost of capital*) que utiliza la empresa. Tiene en cuenta el coste que debe pagar a sus acreedores por la deuda contraída y por el coste que debe soportar para remunerar a sus accionistas. El coste de los capitales propios suele ser mayor que el coste del endeudamiento, ya que el riesgo asumido por parte de los inversores que deciden ser acreedores de la empresa (deuda) es menor que el de los que deciden ser socios (capital). Quien asume más riesgo también exige más rentabilidad y lo que para el inversor es rentabilidad, para la empresa es coste. La rentabilidad esperada por los accionistas por invertir en la empresa es el coste de los fondos propios de la empresa, y la rentabilidad esperada por los acreedores por prestarle dinero a la empresa es el coste de su deuda. El coste de capital de una empresa se calcula a partir de la media ponderada del coste de ambas: deuda y fondos propios.

Para obtener el coste de capital se calcula el promedio del coste de los fondos propios y de la deuda ponderado por el peso que tiene cada uno dentro del balance de la empresa:

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

donde:

E = Fondos propios

Ke = Coste de oportunidad de los accionistas

D = Deuda

Kd = Coste de la deuda

T = efecto impositivo

Conocer el coste de capital no es sencillo, sobre todo en épocas de grandes turbulencias en los mercados financieros que marcan las primas de riesgo en cada momento, de un país, de un sector y de una empresa.

Este coste de capital sería la TIR a la que se financia globalmente la empresa, por tanto, los proyectos de inversión que emprenda deberán, como mínimo, ofrecer esta rentabilidad para ser aceptados.

El coste de los fondos propios puede estimarse de diversas formas:

- A partir del denominado coste de oportunidad de los accionistas, que es la rentabilidad mínima exigida por los accionistas.
- También puede estimarse a partir del tipo de interés sin riesgo (interés de la Deuda Pública a largo plazo, aunque este tipo de inversiones tampoco está exenta de riesgo suele aceptarse que se trata de inversiones sin riesgo), más la prima de riesgo de mercado y la prima de riesgo específica de la propia empresa (rentabilidad adicional que el accionista exige por el riesgo que supone invertir en una empresa en lugar de en Deuda Pública).
- Una forma alternativa para determinar el coste de los fondos propios (K_e) la encontramos en la siguiente fórmula (AECA, 2005):

$$K_e = i + P_M + P_e$$

Donde:

i = Tipo de interés sin riesgo (interés de la Deuda Pública a largo plazo).

P_M = Riesgo sistemático o no diversificable de la empresa, que nace de considerar a la empresa y su sector de actividad.

P_e = Riesgo de la propia transacción, que es la suma del riesgo de iliquidez y del riesgo que supone la falta de control. El riesgo de iliquidez, es inherente a las empresas pequeñas y medianas que no cotizan en bolsa. Por su parte, el riesgo de falta de control hace que las acciones valgan menos que si se estuviera evaluando un paquete mayoritario.

Una estimación del coste de los fondos propios (K_e) para pymes españolas en base a la fórmula anterior sería la siguiente (Fernández, 2008):

i = Tipo correspondiente a los bonos del Estado a 10 años: 3,72%.

P_M = Diferencial entre la rentabilidad media de los títulos de empresas privadas y los que corresponden a los activos sin riesgo, que ha sido estimado en España en un 6%.

P_e = Un porcentaje de la suma de los anteriores, que en función del mercado puede fijarse entre un 15 y un 30%. Suponiendo que se trata de una empresa de pequeña dimensión se podría utilizar el 30%.

$$K_e = 3,72\% + 6\% + 0,3 (3,72\% + 6\%) = 12,636\%.$$

- Otro método para determinar el coste de los fondos propios (K_e) es el Capital Asset Pricing Model (CAPM) propuesto por Sharpe (1964),

que considera los rendimientos totales esperados por los accionistas, que serán proporcionales al riesgo. Cuanto más riesgo presente la empresa, mayores serán los rendimientos esperados.

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

Donde:

i = Tipo de interés sin riesgo (interés de la Deuda Pública a largo plazo).

R_p = Prima de riesgo calculada como el rendimiento esperado futuro del mercado menos la tasa libre de riesgo. Suele oscilar entre el 2% y el 5%, aunque puede ser más elevada en sectores de alto riesgo.

Beta = Medida de riesgo utilizada en el modelo CAPM para estimar la contribución de un valor en una cartera diversificada. El riesgo inherente a un negocio puede ser dividido en dos factores con el fin de obtener el valor de la beta:

- El riesgo sistemático (al que ya nos hemos referido anteriormente) sin tener en cuenta la estructura de financiación.
- El riesgo financiero que depende del nivel de endeudamiento.

Una beta igual a 1 significa que si el mercado experimenta una subida del 3%, entonces el precio de las acciones de la compañía subirán también un 3%. Una beta igual a 2 implica que si el mercado sube un 3%, el precio de las acciones se verá incrementado en un 6%.

Dado que uno de los objetivos de las finanzas corporativas es la minimización del coste de capital, es fundamental que cada empresa encuentre su estructura financiera óptima.

4.2. La estructura financiera óptima

Llegados a este punto, surge una pregunta estratégica respecto a la financiación de una empresa:

¿Qué estructura de financiación o «estructura de capital» es la óptima en una empresa?

Nos estamos refiriendo a la proporción óptima entre deuda y fondos propios. Modigliani y Miller (1958) rompen con las teorías tradicionales que afirmaban que existía una combinación óptima entre deuda y capital que minimizaba el coste de capital y aumentaba el valor de la empresa. Se-

gún ellos, el coste de capital y el valor de la empresa son independientes de su estructura financiera, por tanto, el que decidamos tener mayor proporción de deuda o de fondos propios no va a aportar valor a la empresa.

La principal crítica que recibieron fue que su tesis no tenía en cuenta los impuestos. Pocos años después Modigliani y Miller (1963) reformularon su modelo incorporando el efecto de los impuestos. En este segundo modelo, llamado de la Dependencia (pues ahora el valor de la empresa sí depende de la estructura financiera elegida), concluían que cuánto más endeudada estuviera una empresa, menor coste de capital soportaría y, por tanto, su valor aumentaría. En definitiva, su tesis afirmaba que el endeudamiento –apalancamiento financiero– aporta valor a la empresa principalmente debido a la ventaja fiscal del endeudamiento, ya que los intereses pagados son deducibles fiscalmente (ver Figura 4).

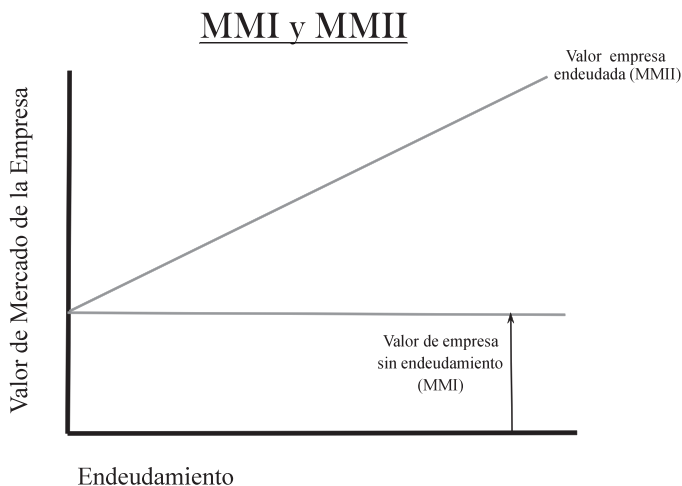


Figura 4: Valor de mercado de la empresa con y sin endeudamiento.

Posteriormente, muchos otros economistas, aceptando las aportaciones básicas de Modigliani y Miller, consideran que el endeudamiento tiene un límite a partir del cual deja de ser eficiente y disminuye el valor de la empresa (ver Figura 5). Han analizado e incorporado diversas variables al modelo de Modigliani y Miller para dotar de más realidad las conclusiones obtenidas. Su análisis se centra en el estudio de las variables que, al aumentar el endeudamiento a partir de un cierto nivel, producen un incremento de costes en la empresa que afecta negativamente a su valor. Todas ellas forman las teorías del *trade off* (intercambio entre «ventaja fiscal» y «riesgo de quiebra» a medida que aumenta la deuda).

Las aportaciones más relevantes en este sentido han sido: Kraus y Litzenberger (1973) y Warner (1977) estudiando el efecto de los «costes de insolvencia»; Jensen y Meckling (1976) introduciendo los «costes de agencia»; el mismo Miller (1977) reduciendo la ventaja fiscal cuando se suman los impuestos societarios y los personales; De Angelo y Masulis (1980) añadiendo otros ahorros fiscales diferentes a la deuda; Ross (1977), Heinkel (1982), David y Sarig (1991), Myers (1984) y Narayanan (1988) añadiendo aportaciones sobre la información asimétrica en los mercados, etc.

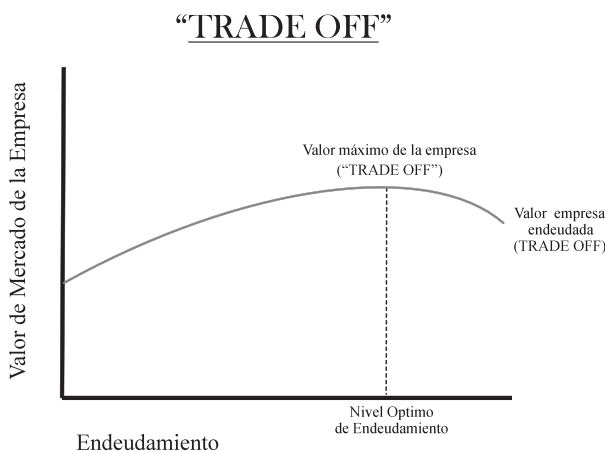


Figura 5: Trade off que relaciona endeudamiento y valor de la empresa.

En definitiva, el endeudamiento aporta valor pero hasta un determinado nivel, en el que una serie de variables afectadas por los mercados: costes de insolvencia, fiscalidad, garantías y avales, imagen de la empresa, etc., hacen que el valor de la empresa disminuya si aumenta el endeudamiento. En definitiva para los defensores de la teoría del *trade off*, una empresa tiene una estructura óptima de financiación que está condicionada a diversas variables (figura 6).

Sin embargo, esta diversidad de modelos no ha originado una fórmula que incluya todas las variables y dé respuesta integral sobre el nivel óptimo de deuda en una empresa. Por otro lado, la financiación con fondos propios reduce los niveles de riesgo pero implica un mayor esfuerzo por parte de los accionistas y una posible dilución de la propiedad cuando se efectúan ampliaciones de capital.

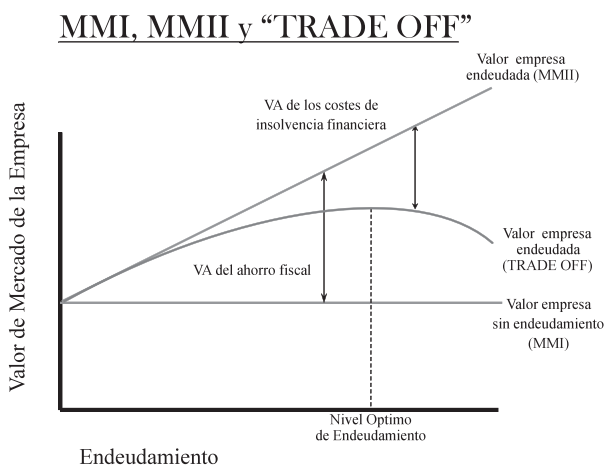


Figura 6: Valor de la empresa y estructura financiera en función de los ahorros fiscales y de los costes de insolvencia.

4.3. La selección de las mejores alternativas de financiación

Cuando una empresa quiere acometer una inversión, puede financiarlo a través de los propios recursos que genera (autofinanciación), pero en general esta es una fuente de financiación que difícilmente podrá cubrir las necesidades de inversión a largo plazo de la empresa. La autofinanciación sólo es suficiente en el caso, muy poco frecuente, de las empresas muy rentables y con formas de operar que necesitan poca financiación.

La otra alternativa es conseguir los fondos necesarios o bien a través de las aportaciones de los socios (aportaciones de fondos propios) o endeudándose (aportaciones de fondos ajenos). Esta disyuntiva toma un cariz diferente si la petición de recursos se canaliza a través de un intermediario financiero o a través de los mercados de capitales (privados o públicos) de renta variables y de renta fija.

4.3.1. FINANCIACIÓN A TRAVÉS DE FONDOS PROPIOS

Cuando una empresa pequeña o mediana desea ampliar sus fondos propios, generalmente son los propios socios o personas físicas o jurídicas próximos a ellos que harán dichas aportaciones. Esos recursos, si no provienen de su propio ahorro generado, los obtendrán mediante créditos con-

cedidos por entidades financieras para adquirir las nuevas acciones emitidas por la empresa.

En el caso de empresas de mayor tamaño y que precisan de un mayor volumen de inversión, éstas pueden acudir a los mercados de capitales emitiendo acciones que podrán ser adquiridas por un mayor número de posibles inversionistas-accionistas. Es importante distinguir entre las acciones cotizadas en una bolsa de valores y las no cotizadas. A las acciones cotizadas se las llama en inglés «*public equity*» (acciones que cotizan en un Mercado Público de Capitales, una «bolsa»), las segundas no cotizan –no son líquidas– y forman parte del Mercado Privado de Capitales (acciones privadas o en inglés «*private equity*»). En la figura 7, se acompañan las vías principales de financiación a través de capital.

La distinción anglosajona es muy clarificadora:

- Las sociedades anónimas que emiten acciones públicas, es decir, que cotizan en un mercado secundario de capitales, están obligadas a dar información pública de forma continuada y constante. Una empresa cotizada se traduce en inglés como una «*public company*», y debe ser más transparente y dar toda la información relevante para que los inversores puedan tomar con mayor conocimiento de causa sus decisiones de inversión.
- Por el contrario, las sociedades que emiten acciones privadas o no cotizadas en un mercado público, son más opacas. Si una empresa de tamaño medio o pequeño desea ampliar su capital, muy probablemente tampoco podrá hacerlo emitiendo acciones cotizadas en los mercados de capitales, tendrá que captar ese capital que precisa a través de emisiones privadas, de una forma más doméstica, más cercana, que es lo que se denomina *private equity*.

Cuando una empresa desea que sus acciones sean admitidas a cotización en una bolsa de valores, debe cumplir una serie de requisitos y una vez se ha aceptado su solicitud, la forma de iniciar su salida a bolsa suele ser mediante una OPV o una OPS.

Las **ofertas públicas de venta (OPV)** son operaciones que se realizan cuando un propietario de un gran volumen de acciones de una empresa desea vender la totalidad o parte de su paquete accionarial. Por ello, la venta se hace de forma ordenada y regulada a través de una OPV.

Las OPV no son operaciones de mercado primario (emisiones) porque se trata de vender valores ya emitidos. Las OPV se suelen realizar motivadas por dos situaciones, principalmente:

	INTERMEDIARIO (Bancos, etc.)	MERCADO «PRIVADO» DE CAPITALES (Capital riesgo, Private equity, family office, etc)	MERCADOS «PÚBLICO» DE CAPITALES (Bolsas de valores)
Productos	Crédito a socios y posterior aportación a la empresa emitiendo acciones nuevas.	Emisión acciones («Private Equity»). Emisión de híbridos (preferentes, obligaciones convertibles, deuda subordinada).	Emisión de acciones (acciones cotizadas). Emisión de híbridos (preferentes, obligaciones convertibles, deuda subordinada). OPS.BUY-OUTS, etc.
VENTAJAS	Facilidad administrativa.	Menor coste de capital(*) que a través del intermediario y mayor que a través del mercado «público».	Mayor y más fácil acceso a capitales y posibles inversores. Menor coste de capital que a través de intermediarios bancarios y mercados privados de capitales. Liqueidez para los inversores.
INCONVENIENTES	Garantías personales. Ineficiencias fiscales. Mayor coste de capital.	Difícil acceso a posibles inversores (mayor dificultad a medida que el activo pierde prelación de cobro). Inversión no-liquida para los inversores.	Obligaciones de información de empresa cotizada. Complejidad administrativa. Pérdida de independencia. Posibles OPA's.

Figura 7: Principales alternativas de financiación con fondos propios, ventajas e inconvenientes.

- **OPV de acciones no cotizadas.** Se realizan como fase previa a su cotización en bolsa.
- **OPV de acciones ya cotizadas.** En este supuesto, el accionista mayoritario se desprende de una parte o de todo el paquete de acciones que tiene, y las pone a disposición del público.

Otro caso es el de la **oferta pública de suscripción (OPS)**. En este caso, sí se trata de una operación de mercado primario, pues es una oferta

de acciones nuevas –y, por tanto, implica una ampliación de capital– que el emisor realiza como entrada a cotizar en bolsa.

En las OPV y OPS aunque el precio lo puede fijar libremente el oferente, se ha de seguir un proceso administrativo complejo supervisado por el regulador bursátil (SEC en Estados Unidos, CNMV en España...). En cualquier oferta pública se ha de realizar un folleto informativo de dicha oferta, que ha de ponerse gratuitamente a disposición de los interesados. En los procesos de adjudicación de las OPV y OPS, muchas veces se establecen varios tramos de oferta. Por ejemplo, un tramo puede dirigirse a pequeños inversores, otro para inversores institucionales nacionales y otro para inversores extranjeros, generalmente institucionales. En cada uno de los tramos pueden ponerse topes máximos y mínimos de las acciones a adquirir.

4.3.2. FINANCIACIÓN A TRAVÉS DE FONDOS AJENOS

La otra gran vía de financiación es la deuda (ver Figura 8). Para las empresas de pequeño o mediano tamaño, generalmente la única posibilidad de endeudarse es acudiendo a una entidad de crédito (intermediario financiero). Sin embargo cuando el tamaño aumenta – y por tanto el volumen de financiación solicitada también aumenta – el acceso a los mercados de capitales, tanto privados como públicos, suele ser una buena alternativa.

La desintermediación financiera significa justamente esto: que las empresas emiten bonos (y acciones) que serán adquiridos por los ahorradores directamente a través de los mercados de capitales. Las empresas cotizadas son las que acceden de forma más fácil y directa al ahorro de los inversores.

En principio, cuando la empresa tiene una cierta dimensión, el coste de capital de los recursos captados a través de emisiones de renta fija (bonos, etc.) es menor cuando la empresa lo realiza directamente a través del mercado de capitales, que cuando lo hace a través de un intermediario financiero. Esta es la principal ventaja de los mercados de capitales: acceso directo al ahorro del sistema, en condiciones más favorables que las obtenidas a través de los bancos o intermediarios financieros en general.

Si la emisión de renta fija es «privada», el coste de capital para la empresa emisora será en principio mayor que si la emisión es «pública», es decir cotizada en un mercado secundario organizado.

	DEUDA (FINANCIACIÓN AJENA)		
	INTERMEDIARIO (Bancos, etc.)	MERCADO «PRIVADO» DE CAPITALES (Capital riesgo, «Private equity», «family office», etc)	MERCADOS «PÚBLICO» DE CAPITALES (Mercados secundarios de renta fija)
Productos	Crédito bancario a la sociedad (línea de crédito, préstamo, «leasing», factoring, etc.).	Emisión privada de renta fija.	Emisión de renta fija cotizada.
VENTAJAS	Facilidad administrativa. Ventajas fiscales de la deuda.	Menor coste de capital(*) que a través del intermediario y mayor que a través del mercado «público». Ventajas fiscales de la deuda.	Mayor y más fácil acceso a capitales y posibles inversores. Menor coste de capital(*) que a través de intermediarios bancarios y mercados privados de capitales. Liquidez para los inversores. Ventajas fiscales de la deuda.
INCONVENIENTES	Posibles garantías personales. Mayor coste de capital.	Difícil acceso a posibles inversores. Inversión no-liquida para los inversores.	En general, poca liquidez para los inversores. Obligaciones de información de emisión cotizada. Complejidad administrativa.

Figura 8: Principales alternativas de financiación con fondos ajenos, ventajas e inconvenientes.

La elección de las mejores alternativas de financiación dependerá de muchas variables, tal y como ya se ha indicado, pero además tendrá que considerar la etapa del ciclo de vida en el que se encuentra la empresa. Tal y como se puede visualizar en la figura 9, las necesidades de inversión y la capacidad de generar beneficios varía mucho a lo largo de la vida de la empresa. Por ello, en la etapa inicial, cuando hay muchas necesidades de inversión y no se generan beneficios, las vías más habituales son los préstamos de familiares y amigos, además de los bancos. En cambio, cuando la empresa ya demuestra que es capaz de generar beneficios ya puede acudir a

otras vías de financiación como el capital riesgo. Más adelante, cuando la empresa empieza a obtener muchos beneficios ya se puede plantear otras opciones como la Bolsa, por ejemplo.

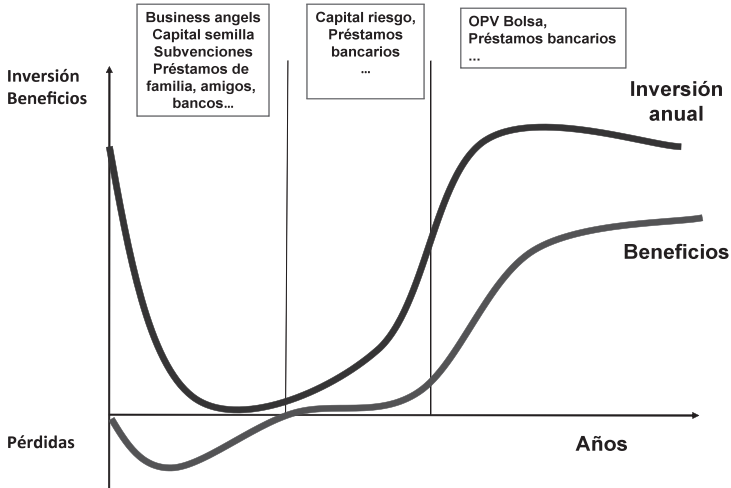


Figura 9: Fuentes de financiación según la etapa del ciclo de vida de la empresa.

5. Decisiones sobre dividendos

Otro ámbito de decisiones de las finanzas corporativas es el correspondiente a la política de dividendos que tiene que distribuir los recursos generados entre la parte que va a los accionistas y la parte que se queda en la empresa como autofinanciación. La retribución al accionista puede ser o bien repartiéndolo o bien recomprando acciones. El reparto de dividendos o la recompra de acciones de una empresa, suele ser una señal positiva para el mercado ya que indica que la empresa consigue obtener beneficios suficientes tanto para recompensar a los accionistas como para autofinanciarse.

Las empresas, normalmente, siguen alguna de las políticas siguientes:

- Cantidades estables de dividendos por acción.
- Porcentajes constantes de dividendos sobre beneficios.
- Dividendos estables.
- Dividendos cero.

Entre los diversos factores que inciden en la política de dividendos están las disponibilidades de tesorería, las expectativas de los accionistas, el nivel de endeudamiento, las posibilidades de crecimiento, la fiscalidad y el control de la empresa, entre otros.

La controversia principal es si la política de dividendos influye en el valor de la empresa. Muchas aportaciones teóricas se han elaborado para responder esta pregunta, que se podrían agrupar en tres grandes bloques:

- Los que consideran que la política de dividendos es irrelevante. Modigliani y Miller (1961) hicieron una aportación muy relevante, demostrando que, dadas unas hipótesis de partida, la decisión de reparto de dividendos es irrelevante respecto a su influencia en el valor de una compañía. El valor de una empresa es función de la rentabilidad de las inversiones efectuadas y no de si estos rendimientos son repartidos o no entre los accionistas.
- Las propuestas de Gordon (1959) y Lintner (1964) consideran que el reparto de dividendos sí es relevante y puede favorecer el aumento de valor de la empresa. Se conocen como teorías del «pájaro en mano». Dadas dos empresas con un mismo nivel de riesgo, aquella que reparte mayores dividendos será más apreciada por los inversores y éstos estarán dispuestos a pagar más por ella. Esta mayor apreciación por el mercado aumentará el valor de sus acciones y, por tanto, el valor total de la empresa. La teoría se basa en la suposición de que los inversores perciben menos riesgo en los dividendos actuales que en los futuros. Por tanto, cuánto antes los reciban mejor.
- Las teorías que relacionan la política de dividendos con el rendimiento de las inversiones y el coste de capital. En principio, consideran que vale la pena repartir dividendo cuando el rendimiento que obtiene la empresa es menor al coste de capital. En este caso, es más interesante repartir dividendo. En cambio, cuando la empresa puede generar un rendimiento con sus inversiones que supera al coste de capital, es mejor dedicar el dinero generado a invertirlo en la empresa.
- Las teorías de la relevancia fiscal de la política de dividendos, donde se considera que el reparto de dividendos sí es relevante, pero de forma negativa, reduciendo el valor de la empresa. Se basan en que el pago de dividendos aumenta el pago de impuestos por parte de los accionistas. Estas teorías consideran que cuando alguien invierte en acciones de una empresa obtiene rendimientos de dos formas posibles: mediante los dividendos cobrados y/o mediante la plusvalía generada, también llamada ganancia de capital. Pero una va en con-

tra de la otra, ya que una compañía al repartir dividendos vale menos. Los dividendos se gravan inmediatamente, por eso los accionistas prefieren la ganancia de capital ya que permite modular el pago fiscal a su conveniencia, dado que éste se producirá cuando el accionista decida vender sus acciones. Los autores de esas teorías indican que la liquidez generada por la compañía al no destinarse a dividendos se dedicará a inversiones que generarán valor a la empresa.

Sin embargo, en la realidad cotidiana de las empresas, las casuísticas son muy diversas y poco comparables. No tienen los mismos objetivos respecto a la política de dividendos una empresa familiar o unipersonal que una empresa cotizada en bolsa con un accionariado enormemente atomizado. En una empresa familiar es posible que el interés de la propiedad sea transmitir el máximo valor posible en el momento en que los sucesores heredan la empresa. En cambio, en una empresa cotizada las perspectivas son mucho más a corto plazo. Cuando la propiedad está en manos de fondos de inversión cuya permanencia en el capital de la empresa no tiene una voluntad de permanencia, difícilmente se les podrá retener sin una política generosa de dividendos, mientras que las compañías con un accionariado estable y comprometido, será más receptivo a la renuncia de un porcentaje de dividendos sin entender que ello lesione sus intereses.

6. La gestión de riesgos financieros

Los riesgos son consecuencia de la evolución de los mercados (por ejemplo, el riesgo de tipo de cambio), o de las relaciones con otras empresas (riesgo de crédito, por ejemplo) o de la actuación de la propia empresa (riesgo legal por incumplir alguna normativa). Tanto las decisiones de inversión como las de financiación implican múltiples riesgos financieros (ver Figura 10) que han de ser evaluados y gestionados adecuadamente ya que pueden afectar negativamente al valor de la empresa. Para ello, hay que conseguir una cobertura adecuada de los distintos riesgos financieros con los que la empresa debe convivir.

Entre estos riesgos cabe destacar el riesgo de crédito ligado a la morosidad de la clientela, el riesgo de liquidez (imposibilidad puntual de atender obligaciones de pago) o de quiebra (insolvencia definitiva de la empresa), el riesgo de mercado (riesgo de fluctuación de activos que cotizan en mercados bursátiles, riesgo de tipos de interés y riesgo de tipo de cambio), por ejemplo. La cobertura de riesgos exige una política adecuada de

prevención. Sin duda, una cierta dosis de riesgo es inevitable, pero para ello existen mecanismos de prevención.

Riesgo de crédito

Riesgo de liquidez o de quiebra

Riesgo de mercado {
 Riesgo de cotización
 Riesgo de tipo de interés
 Riesgo de tipo de cambio

Figura 10: Principales riesgos financieros.

Una parte significativa de los riesgos pueden cubrirse. Por ejemplo, el riesgo de crédito o de impago de un cliente, puede reducirse a través de los seguros de cambio o del factoring. El riesgo de liquidez, que se refiere a la existencia de tensiones de tesorería que impidan atender las obligaciones de pago, pueden evitarse a través de la planificación financiera y la contratación de productos que permitan disponer de liquidez en momentos punta (pólizas de crédito, por ejemplo). Los riesgos de mercado pueden mitigarse con instrumentos financieros derivados (opciones, futuros, forward, swaps...).

El director financiero de la empresa es responsable de conseguir que la empresa gestione de forma adecuada estos riesgos con el fin de minimizar las consecuencias negativas que podrían suponer la no gestión (o la mala gestión) de los mismos. Cualquiera de los riesgos enumerados puede provocar una reducción drástica del valor o incluso la desaparición de la empresa. Por ejemplo, cuando un cliente muy importante quiebra, o cuando los mercados fluctúan de forma muy perjudicial. Por ello, la alta dirección de la empresa y su consejo de administración han de establecer los mecanismos adecuados para el control de los riesgos.

7. Interrelaciones entre finanzas corporativas y gobierno de la empresa

El gobierno corporativo, que es el sistema a través del cual se dirigen y controlan las empresas, tiene un papel decisivo en la gestión y reducción del riesgo, en la generación de valor y también en las relaciones entre los diferentes *stakeholders*: la dirección de la empresa, su consejo de admin-

istración, los accionistas y otros *stakeholders* (empleados, acreedores, sociedad...).

El gobierno corporativo ha de permitir un equilibrio adecuado entre los intereses de los diferentes *stakeholders*. Para ello, supervisa la actuación de los directivos y las relaciones entre los *stakeholders*. De esta forma, se trata de garantizar las mejores prácticas en la gestión y en la transparencia de la empresa.

Los fundamentos teóricos del gobierno corporativo se basan en la teoría de la agencia, que ya aparece en los trabajos de Adam Smith (1776), dada la asimetría de objetivos entre accionistas, miembros del consejo y directivos. Según la teoría de la agencia, los costes se producen cuando el principal (los accionistas) designan a los agentes (miembros del consejo y directivos) para que dirijan la empresa. Como estos colectivos tienen objetivos e información diferente se pueden producir resultados no deseados.

El impulso del gobierno corporativo se produce a raíz del crack de 1929. Poco después ya aparecieron los trabajos de Berle y Means (1932) y de Coase (1937) que ya propusieron mecanismos para controlar la actuación de los directivos y así proteger los intereses de los accionistas. El gobierno corporativo, precisamente, contribuye a reducir los costes de agencia. De hecho en las empresas pequeñas y medianas en las que hay más coincidencia entre accionistas, consejeros y directivos el gobierno corporativo no es un problema relevante.

Hay diversas facetas del gobierno corporativo que tienen relaciones con las finanzas corporativas. Veamos algunos ejemplos:

- Funcionamiento y transparencia del consejo de administración y la dirección.
- Salvaguarda de los derechos de los accionistas (participación en asambleas, dividendo, información y gestión sobre riesgos, auditoría y control interno, transparencia y calidad de la información financiera de la empresa...).
- Sistemas de retribución de los miembros del consejo y de la dirección (opciones sobre acciones, *bonusses*...).
- Responsabilidad de los administradores.
- Salvaguarda de los derechos de los acreedores (política de endeudamiento, información financiera de la empresa, relaciones con agencias de rating...).

Las reglas principales del gobierno corporativo están en la legislación mercantil. Sin embargo, a lo largo de los últimos años, y especial-

mente como consecuencia de los grandes escándalos financieros producidos se han ido reforzando las obligaciones de la empresa en materia de gobierno corporativo (Ley Sarbannes-Oxley en Estados Unidos, Informe Cadbury en el Reino Unido, Código Unificado de Gobierno Corporativo en España...) y también se han ido difundiendo guías de buenas prácticas. Esto afecta esencialmente a las empresas cotizadas.

8. Conclusiones

Seguidamente, resumimos los principales conceptos tratados y también apuntamos diversos retos de futuro.

Las finanzas estudian cómo obtener el mejor provecho de recursos financieros escasos.

Las finanzas corporativas tienen como principal objetivo elevar el valor de la empresa, a través de las decisiones de inversiones, financiación y dividendo.

Por valor se entiende normalmente el dinero que percibe el accionista a lo largo de los años en que tiene acciones de la empresa.

Al evaluar inversiones hay que encontrar un equilibrio adecuado entre los subobjetivos de rentabilidad, riesgo y liquidez. Las inversiones tienen que asegurar que el rendimiento obtenido es superior al coste del dinero para la empresa, con un nivel de riesgo adecuado y garantizando la liquidez necesaria para atender los compromisos de pago.

Al decidir sobre financiación se trata de conseguir los recursos necesarios, al mínimo coste y con las mínimas contrapartidas como garantías, avales, *covenants*, etc. Para ello, una de las responsabilidades de las finanzas corporativas es diseñar y gestionar la estructura financiera óptima de la empresa.

- El coste de los fondos propios se calcula a partir del denominado coste de oportunidad de los accionistas, que es la rentabilidad mínima exigida por los accionistas. También puede estimarse a partir del tipo de interés sin riesgo, más la prima de riesgo de mercado y la prima de riesgo específica de la propia empresa.
- La elección entre fondos propios y deuda ha de hacerse considerando las diferentes ventajas e inconvenientes que tienen cada una de ellas en cada caso concreto.
- La política de dividendos más razonable depende de diversas cuestiones que pueden variar según la situación y perspectivas de cada empresa.

- Las finanzas corporativas están condicionadas por múltiples riesgos que deben gestionarse adecuadamente.
- Cada vez es más relevante la interrelación entre las finanzas y el gobierno corporativo de la empresa.

Cosas que sabemos y cosas que no sabemos de finanzas corporativas.

Como complemento a las conclusiones, también es oportuno identificar aquellos aspectos de las finanzas corporativas en los que hay certezas, para distinguirlos de aquellos otros en los que aún hay muchos interrogantes:

- El valor creado por la empresa lo podemos medir a través del aumento de valor de las acciones y del dinero entregado a los accionistas. También se puede medir con el EVA.
- Se puede aumentar el valor consiguiendo que los activos rindan más, bajando el coste de la financiación u optimizando la fiscalidad.
- Más rentabilidad implica normalmente más riesgo.
- Una inversión crea valor si su rentabilidad (TIR) supera el coste del dinero. En este caso, el VAN será mayor que cero.
- El método de referencia para valorar empresas es el descuento de flujos de caja libre.
- El método más aceptado para obtener el coste de capital de una empresa es el WACC, o coste medio ponderado del coste de los fondos propios y el coste de la deuda.
- El coste de los capitales propios suele ser mayor que el coste del endeudamiento, ya que el riesgo asumido por parte de los inversores que deciden ser acreedores de la empresa (deuda) es menor que el de los que deciden ser socios (capital).
- El endeudamiento aporta valor a la empresa dada sus ventajas fiscales respecto a los fondos propios.
- A partir de un nivel de endeudamiento la empresa alcanza una alta probabilidad de entrar en peligro de quiebra, pero no sabemos calcular con exactitud cuál es ese nivel. La diversidad de factores cambiantes tanto internos como externos que influyen, complica sobremanera dicho cálculo.
- Sabemos calcular con cierta precisión el coste de endeudamiento de una empresa, no así el coste de los fondos propios. Hay aproximaciones teóricas solventes a este intento de valoración del coste de los fondos propios de una empresa, pero no resuelven con exactitud la incógnita.
- La etapa del ciclo de vida influye en las necesidades de inversión y en la capacidad de generación de beneficios. Por tanto, también influye en la financiación.

- La política de dividendos está muy influida por la evolución de diversas variables entre las que destacan las disponibilidades de tesorería, las expectativas de los accionistas, el nivel de endeudamiento, las posibilidades de crecimiento, la fiscalidad y el control de la empresa, entre otros. NO hay una fórmula exacta que permita conocer cuál es la política óptima de dividendos, ya que juegan muchas variables algunas de ellas de determinación subjetiva.
- Cuando la empresa no consigue que sus inversiones obtengan un rendimiento que supere al coste de la financiación, puede ser conveniente devolver el dinero a los accionistas, ya sea con dividendos o con recompras de acciones.
- El riesgo existe, pero la prevención también. Las finanzas corporativas están inmersas en múltiples riesgos y es fundamental que se gestionen adecuadamente para conseguir unos niveles de prevención que no pongan en peligro la empresa.

Nuevas tendencias en finanzas corporativas:

Como se puede ver en la figura 11, uno de los retos principales de las finanzas es influir en la estrategia del negocio y en las prioridades operativas.

Otro reto importante es el de encontrar un equilibrio entre los intereses de los distintos *stakeholders* de la empresa. Las nuevas tendencias en gobierno corporativo otorgan un papel creciente a las interrelaciones con las finanzas corporativas en temas tan relevantes como la retribución de accionistas, consejeros y directivos; y el control de los riesgos.

En los últimos años también ha ido despertando interés el tema de la medición y gestión de los intangibles (marcas, redes de clientes, saber-hacer...) ya que influyen decisivamente en el valor de las empresas.



Figura 11: Principales retos de las finanzas. (Fuente: Deloitte [2010]).

Referencias bibliográficas

- ACCID (2005): Medición, gestión y control de intangibles, *Revista de Contabilidad y Dirección*, Barcelona.
- ACCID (2009): Valoración de empresas, *Revista de Contabilidad y Dirección*, Barcelona.
- ACCID (2010): Gestión del circulante, *Revista de Contabilidad y Dirección*, Barcelona.
- ACCID (2011): Nuevas tendencias en financiación empresarial, *Revista de Contabilidad y Dirección*, Barcelona.
- AECA (2005): Valoración de PYMES, Documento número 7, Comisión de Valoración de Empresas, AECA, Madrid.
- BERLE, A.A. y MEANS, G.C. (1932): *The modern corporation and private property*, Macmillan.

- BODIE, Z. y MERTON, R. (2003): *Finanzas*, Prentice Hall – Pearson Education.
- BREALEY, R. A. y 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. y 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. y LITZENBERGER, R. (1973): «A state – preference model of optimal financial leverage», *The Journal of Finance*. Vol. 28, Núm. 4, septiembre, pp. 911-922.
- LELAND, H. y PYLE, D. (1977): «Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation», *The Journal of Finance*, Vol. 32, Núm. 2, mayo, pp. 371-387.
- LITNER, J. «Optimal dividends and corporate growth under uncertainty. The Quarterly Journal of Economics, 1964. Vol. 78, N.º 1.
- MILLER, M y 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, mayo, pp. 261-275.
- MILLER, M. y SCHOLES, M. (1978): «Dividends and Taxes», *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, núm. 4, diciembre, pp. 333-364.
- MODIGLIANI, F. y MILLER M. (1958): «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment», *The American Economic Review*, Vol. 48, junio, pp. 261-297.
- MODIGLIANI, F. y MILLER M. (1963): «Corporate income taxes and the cost of capital: a correction», *The American Economic Review*, Vol. 53, junio, pp. 433-443.
- PASCALÉ, R. (1993): *Decisiones Financieras*, Ediciones Macchi, Buenos Aires.
- PUIG, X. y CID, G. (2011): «Política financiera de la empresa», *Revista de Contabilidad y Dirección*, núm. 12., pp. 11-32.
- RIVERA, J.A. (2002) «Teoría sobre la estructura de capital», *Estudios Gerenciales*, Vol.18, núm. 84, julio-septiembre.
- ROSS, S.A., R.W., WESTERFIEL D. y 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, septiembre.
- SMITH, A. (1776): *An Inquiry into the Wealth of Nations*, Adam Smith, Boston.
- STERN, J., STEWART, B. y 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. y BRIGHAM, E. F. (1993): *Fundamentos de administración financiera*, McGrawHill, México.