

# Perspectiva histórica de la financiación empresarial

FERNANDO GÓMEZ-BEZARES  
Universidad Comercial de Deusto

JAVIER SANTIBÁÑEZ  
Universidad Comercial de Deusto

Fecha de recepción: 22/07/10  
Fecha de aceptación: 12/12/10

## Resumen

En el artículo se resume lo que la teoría financiera nos puede aportar sobre la financiación empresarial. Tras una breve referencia a los primeros análisis sobre la financiación, se estudia el coste de los fondos, la importancia del concepto y su forma de cálculo. A continuación se plantea el problema de la estructura financiera: ¿existe una estructura financiera óptima? Y si existe, ¿cómo podemos saber dónde está? ¿Cómo toman las empresas sus decisiones de financiación? Hemos repasado así las posturas de Modigliani y Miller, el modelo *trade-off*, los efectos de la información asimétrica y de la teoría de agencia, el modelo *pecking order* y las dificultades de la separación entre inversión y financiación, para terminar con algunas contrastaciones empíricas recientes.

## Palabras clave

Financiación, Modigliani, Miller, Estructura Financiera Óptima.

## Abstract

This paper summarizes the main ideas proposed by Financial Theory in relation to the financial decision problem. After a short reference to the earliest literature related to the financial decision of the firm, cost of capital is studied, both in terms of its importance, and in relation to how it should be estimated.

Next step is to pose the main question related to the financial decision: Is there something like an optimal financial structure? And, if so, is it possible for us to determine precisely where is that optimum? How do companies decide about how they should be financed? In order to answer these questions, we have reviewed the Modigliani and Miller propositions; the Trade-off Model; the impact of both Asymmetric Information and Agency Theory; the Pecking Order Model; and the difficulties that we have to face when trying to separate investing and financing decisions. Finally, some of the most recent empirical evidence is discussed.

## Keywords

Financing Decision, Modigliani, Miller, Optimal Financial Structure.

---

## 1. Introducción

En este trabajo pretendemos desarrollar un artículo doctrinal, donde se aborde el estado del arte de la financiación empresarial en base a las diferentes ideas que se han manejado en este campo, viendo por dónde hemos ido pasando y qué es lo que sabemos hoy.

Si aceptamos que las finanzas, como área de conocimiento organizado y de cierta entidad, nacen con el siglo xx, podemos comenzar preguntándonos qué se decía sobre la financiación en esa época. Un libro característico de los primeros tiempos de las finanzas es el famoso trabajo de Dewing (1920). Gómez-Bezares (1995, pág. 416) resume así las ideas de Dewing sobre financiación:

—«Según su planteamiento la función financiera se ha de ocupar primordialmente de encontrar los fondos necesarios, y al menor coste.»

—«A la hora de tratar la estructura financiera de la empresa (relación entre fondos propios y ajenos en el pasivo), Dewing se limita a considera-

ciones bastante generales, aceptando los bonos cuando los ingresos futuros son constantes y prefiriendo las acciones cuando son variables. Y no desarrolla explícitamente la relación entre estructura financiera y coste del capital, tema que será uno de los más polémicos entre los estudiosos de las finanzas cuarenta años más tarde.»

—«No analiza adecuadamente el coste de los fondos, centrándose en el coste de los fondos ajenos. En la actualidad el coste de los fondos propios sigue siendo un problema difícil, pero se han ido desarrollando modelos que nos permiten acercarnos a la solución del problema.»

Pocos años más tarde aparece el libro de Gerstenberg (1924); este autor explica (pág. 1) que su libro se va a dedicar a estudiar cómo conseguir fondos para los negocios, cómo usarlos y cómo distribuir los beneficios, sin olvidar los problemas que aparecen cuando las empresas tienen pérdidas o simplemente carecen de los fondos suficientes.

A la vista de lo dicho por estos autores, no cabe duda de que la financiación ha sido, desde el principio, muy importante en las finanzas, hasta el punto de que en muchas empresas, y sobre todo en la primera mitad del siglo xx, la función financiera se dedicaba fundamentalmente a la búsqueda de financiación en las mejores condiciones. En la segunda mitad del siglo xx esto fue cambiando (Solomon, 1963).

Por otro lado, a la vista de los comentarios sobre la obra de Dewing antes citados, vemos que los conocimientos eran limitados:

—Problemas para calcular el coste de los fondos propios.

—No se desarrolla la relación entre coste de los fondos y estructura financiera.

—Se dan reglas muy vagas sobre cómo conformar la estructura financiera.

Fue en los años cincuenta del pasado siglo cuando estos temas empezaron a trabajarse con más rigor, aunque hay un antecedente importante en Williams (1938) que anticipó importantes ideas sobre estas cuestiones, si bien su trabajo se utilizó con retraso.

Lo que haremos en las páginas que siguen es, tras revisar brevemente el cálculo del coste de los fondos en la sección segunda, tratar en la tercera sobre el análisis de la estructura financiera de una manera que ya es clásica: buscar la estructura financiera óptima en base al «equilibrio» entre ahorros fiscales por la deuda y costes de bancarrota. En la sección cuarta introduciremos los efectos que tienen la asimetría informativa y los problemas de agencia, así como la teoría de la «utilización jerárquica», terminando con lo que algunos discuten: la separabilidad entre las decisiones de inversión y financiación. En la sección quinta revisaremos algunas contras-

taciones empíricas recientes, terminando en la sexta con las conclusiones. A continuación irá la bibliografía.

Dentro de las decisiones de financiación puede incluirse todo lo referente a la política de dividendos, por lo que podría haberse tratado dicha política en este estudio, pero un tratamiento pormenorizado de la misma lo habría alargado demasiado, y puede ser suficiente con lo planteado en Gómez-Bezares (2009, 2010a y 2010b).

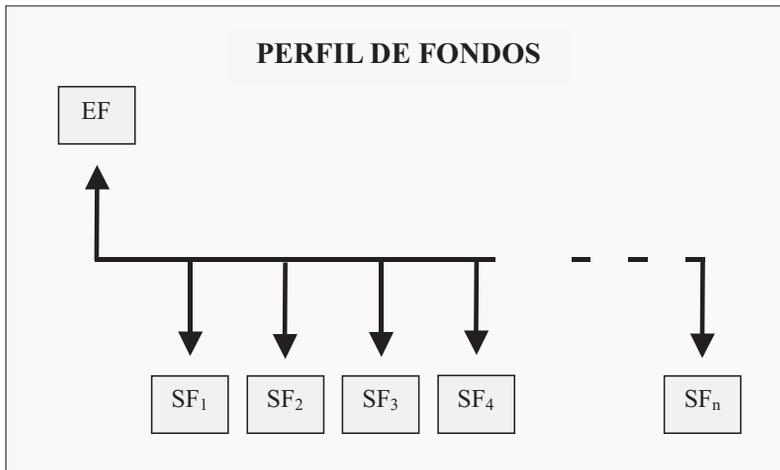
## 2. El coste de los fondos

Revisaremos brevemente en esta sección el concepto de coste de los fondos y su forma de cálculo. Los fondos que se dejan a disposición de la empresa constituyen el pasivo de la misma (ajeno y propio), y esperan una remuneración. Ésta es fácil de entender y calcular en el caso de los fondos ajenos: si un banco nos presta una cantidad de dinero, su coste es el tipo de interés que el banco nos pide; de igual forma, si hacemos una emisión de obligaciones, habremos de pagar unos intereses a los obligacionistas, y ése será el coste de esa fuente de financiación.

El tema resulta algo más complicado en el caso de los fondos propios, ¿cuál es el coste de dichos fondos? No cabe duda de que, en este caso, es más difícil llegar a una cifra exacta que refleje dicho coste, a no ser que los propietarios de los fondos (los accionistas) nos lo hagan explícito con claridad, diciéndonos cuál es la remuneración que esperan (lo que puede suceder en pequeñas o medianas empresas, o, en general, en compañías con muy pocos accionistas); pero esto no debe oscurecer el concepto de coste de los fondos propios, tema fundamental para entender las finanzas actuales, como muchas veces recalcamos en nuestros cursos de grado o postgrado. Los accionistas dejan su dinero en la empresa confiando en que tendrán una adecuada remuneración; son conscientes de que esa retribución estará sometida a un determinado riesgo (ganarán más si la empresa va bien y menos si va mal), pero confían en obtener una adecuada remuneración como promedio, en caso contrario no invertirían su dinero en la compañía. Aceptado el razonamiento anterior, entendemos por coste de los fondos propios la rentabilidad exigida por los propietarios de esos fondos, por los accionistas, para invertir su dinero en la empresa, y que lógicamente se establecerá en términos esperados (como esperanza matemática) al tratarse de una cantidad sometida a riesgo.

Para calcular el coste de cualquier fuente de fondos, conocido el dinero que va a aportar dicha fuente (entrada de fondos: EF), deberemos conocer

(o estimar) qué dinero le vamos a devolver y cuándo (salidas de fondos: valores SF); la entrada y las salidas de tesorería dan lugar a un «perfil de fondos» como el de la figura 1, donde se indica con una flecha hacia arriba la entrada en caja que representa la aportación de dinero de la fuente financiera y con posteriores flechas hacia abajo las salidas, donde se incluye la devolución a la fuente de financiación del dinero que nos proporcionó y su remuneración.



**Figura 1:** Perfil de fondos.

Si suponemos conocidos los valores de la entrada (EF) y de las salidas (SFs) de fondos, el cálculo del coste de la fuente de financiación es sencillo, pues basta con igualar la entrada con las salidas actualizadas, y el coste será, precisamente, el tipo de actualización (K) que consiga la igualdad. Podemos verlo en la fórmula 1:

$$EF = \frac{SF_1}{(1+K)} + \frac{SF_2}{(1+K)^2} + \frac{SF_3}{(1+K)^3} + \frac{SF_4}{(1+K)^4} + \dots + \frac{SF_n}{(1+K)^n} \quad (1)$$

Si diferenciamos, como ya hemos venido haciendo a modo de simplificación, entre fondos propios y ajenos, un tema importante a nivel conceptual es que, en principio, los fondos propios han de ser más caros que los ajenos. Esto se deduce fácilmente si pensamos que un agente puede optar por «prestar» su dinero a la empresa (dotándola de fondos ajenos) o por

subscribir acciones (pasando a ser accionista); dado que los seres humanos actuamos normalmente como enemigos del riesgo y dado también que los fondos propios son más arriesgados que los ajenos (como ya hemos sugerido), es lógico pensar que la remuneración esperada por los accionistas debe ser mayor que la requerida por los acreedores. Desde el punto de vista de los gestores de la empresa, los fondos propios resultan más «cómodos» al no tener la obligación de hacer unos pagos determinados en unas fechas prefijadas (como ocurre con los ajenos); por esta razón, también resulta lógico que los fondos propios sean más caros. Esto no quiere decir que los accionistas ganen siempre más que los acreedores, si así fuera todos querríamos ser accionistas; simplemente debe entenderse que, como media, los accionistas ganarán más que los acreedores, por correr más riesgo, pero que precisamente ese mayor riesgo les llevará en ocasiones a ganar más y otras menos o incluso a perder (y que esto funciona así ha podido demostrarse en los mercados financieros).

El coste de los fondos (en especial el de los fondos propios) hay que entenderlo como un *ex-ante*: lo que los titulares exigen y esperan cobrar como promedio, y debe distinguirse de la retribución que de hecho reciben (*ex-post*) en un caso determinado.

Puede haber ocasiones en las que, por tratarse de mercados muy poco competitivos o duramente regulados, a la empresa le resulte más caro pedir un préstamo al banco que dinero a sus accionistas, pero estas situaciones deben resultar anormales.

Entendido lo anterior vamos a calcular de forma sencilla el coste de los fondos. Si nos encontramos con un préstamo estándar tanto la entrada como las salidas de fondos están definidas por contrato y bastará con despejar la *K* de la fórmula (1). Una pequeña dificultad adicional viene representada por la aplicación del impuesto de sociedades: al ser los intereses deducibles en la base del impuesto, se produce un «escudo fiscal» ahorrándonos una parte del dinero a pagar por este concepto. En efecto, si el tipo del impuesto de sociedades es, supongamos, el 30%, un 30% de los intereses nos los ahorramos al liquidar este impuesto (suponiendo una empresa en beneficios). En tal caso podríamos poner en la fórmula (1) las salidas netas de impuestos (considerando el correspondiente ahorro fiscal), o, más fácil, aplicar al tipo de interés que cobra el prestamista el ahorro fiscal en el impuesto de sociedades. Si suponemos que el tipo que se cobra es «*i*», el coste de los fondos sería:

$$K_i = i \times (1 - t) \quad (2)^{10}$$

donde  $K_i$  representa el coste de los fondos ajenos y «t» es el tipo del impuesto de sociedades. Podría complicarse algo este cálculo si consideramos estructuras de pagos más complejas donde puede haber, por ejemplo, primas de amortización, así como diferentes tratamientos fiscales. También podríamos considerar casos en los que, por ejemplo, las salidas no están cuantificadas como una cantidad monetaria exacta (caso de los bonos indexados con la inflación); y, todavía más complejo, cuando nos enfrentamos a productos híbridos como las obligaciones convertibles. Pero para los objetivos de esta revisión y por lo que se refiere al coste de los fondos ajenos, nos bastará con lo hasta aquí comentado.

Por lo que se refiere a los fondos propios, el cálculo de su coste es más complicado, dado que las salidas de fondos de la figura 1 no están definidas a priori (por lo menos no lo están con seguridad). Supongamos que el accionista espera recibir una corriente indefinida de dividendos ( $D_i$  por año), y aplica un tipo de descuento  $K_e$  (donde incluye el tipo sin riesgo y la prima por riesgo) para calcular el valor presente de la acción  $P_0$ , que entendemos que es el valor de mercado:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1 + K_e)} + \frac{D_2}{(1 + K_e)^2} + \frac{D_3}{(1 + K_e)^3} + \frac{D_4}{(1 + K_e)^4} + \dots + \frac{D_n}{(1 + K_e)^n} + \dots \quad (3)^{11}$$

Puede observar el lector que para los gestores de la empresa la fórmula (3) es la aplicación de la fórmula (1) al caso de los fondos propios, donde  $K_e$  sería el coste de los fondos (no cabiendo aquí la aplicación del escudo fiscal del que hablábamos antes, al no ser deducibles los dividendos en el impuesto de sociedades). Visto esto así, los gestores conocerían  $P_0$  (valor de mercado de la acción), y deberían hacer alguna hipótesis sobre la evolución de los dividendos (esperada por el accionista), para poder «adivinar» la  $K_e$  que están usando los inversores y que será su coste de los fondos propios.

10. Donde se incluye tanto el pago de intereses como la devolución del principal.

11. Quizá el lector se pregunte por qué en la fórmula (3) no se supone en algún momento la venta de la acción o la liquidación de la empresa. De cara a la fórmula no habría ninguna dificultad en suponer que en el año “n” se liquida la empresa: en tal caso se añadiría al dividendo de ese año el valor de liquidación y se suprimirían los dividendos subsiguientes. Lo difícil es hacer esa estimación en la mayoría de los casos, por lo que suele suponerse que la empresa va a seguir repartiendo dividendos de una u otra forma (aunque fuera comprada, fusionada, etc.). Respecto a la posibilidad de que la acción sea vendida, eso no representa ningún problema, pues otra persona seguirá cobrando el dividendo, y, desde este punto de vista, a la empresa le da igual quién sea el accionista.

Una posibilidad es suponer un dividendo creciente a una tasa constante «g», es el conocido modelo de Gordon-Shapiro de 1956. En tal caso la fórmula (3) quedaría:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1 + K_e)} + \frac{D_1 (1 + g)}{(1 + K_e)^2} + \frac{D_1(1 + g)^2}{(1 + K_e)^3} + \dots + \frac{D_1(1 + g)^{(n-1)}}{(1 + K_e)^n} + \dots \quad (4)$$

La fórmula (4) representa la suma de los términos de una progresión geométrica ilimitada y decreciente (siempre que  $K_e > g$ , si no la suma sería infinita), de razón  $(1+g)/(1+K_e)$ ; dicha suma será:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1 + K_e) \left(1 - \frac{1+g}{1 + K_e}\right)} = \frac{D_1}{K_e - g} \Rightarrow K_e = \frac{D_1}{P_0} + g \quad (5)$$

Muchos autores han empleado este modelo (véase, por ejemplo, Fama y French, 2002b) y sigue estando entre los más utilizados. Una posibilidad es suponer  $g=0$ , con lo que tendríamos el modelo de dividendo constante.

Una importante alternativa a este modelo es el CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) desarrollado, entre otros, por Sharpe (1964), Lintner (1965) o Black (1972). Según este modelo, la rentabilidad esperada de una inversión sería el tipo sin riesgo ( $r_0$ ), más una prima, que estaría compuesta por el premio por riesgo del mercado (rentabilidad esperada de la cartera de mercado  $E(R^*)$  menos el tipo sin riesgo  $r_0$ ), multiplicado por la cantidad de riesgo sistemático (no diversificable) de ese activo, medido por  $\beta$ . Así el coste de los fondos propios sería:

$$K_e = r_0 + [E(R^*) - r_0] \beta \quad (6)$$

donde  $\beta$  sería el riesgo sistemático de la acción. Este modelo también se puede utilizar para calcular el coste de los fondos ajenos si conocemos su correspondiente  $\beta$  (que incluso podría asumirse que es cero). El CAPM tiene virtudes y algunos problemas, así ha sido fuertemente atacado desde un punto de vista empírico (puede verse una discusión en Gómez-Bezares, 2006 y 2010b); y resulta difícil de aplicar en numerosas ocasiones.

Otra alternativa puede ser el APT (*Arbitrage Pricing Theory*) de Ross (1976) o los modelos factoriales inductivos complejos defendidos por Haugen (1996).

Una vez que hemos obtenido el coste de los fondos ajenos ( $K_f$ ) y el de

los propios ( $K_p$ ), calcularíamos el coste medio ponderado ( $K_0$ ), ponderando por las proporciones que dichos fondos (FA y FP respectivamente) representan (a valores de mercado) en el pasivo de la empresa:

$$K_0 = K_1 \frac{FA}{FA + FP} + K_e \frac{FP}{FA + FP} \quad (7)$$

Con todo lo anterior tenemos una visión de cómo podemos calcular el coste de los fondos o coste del capital. Para una visión sencilla y completa el lector puede acudir a Gómez-Bezares (2009).

### 3. Estructura financiera: Modelo *trade-off*

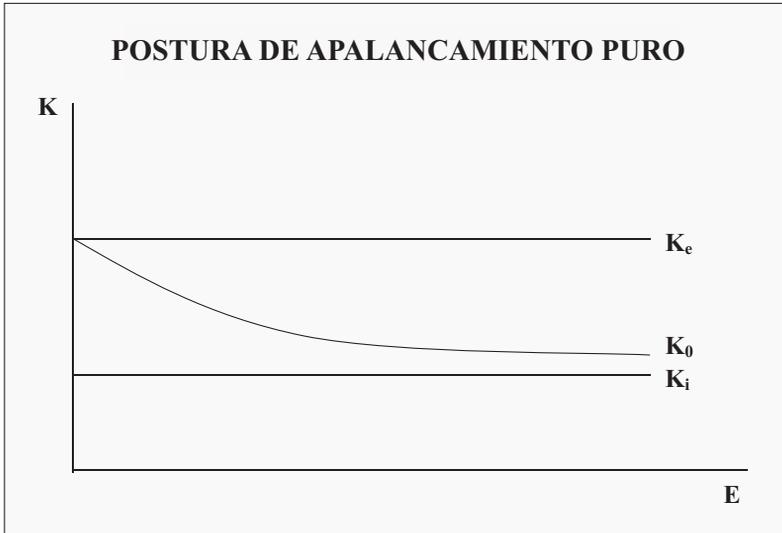
En esta sección vamos a comentar algunas posturas sobre cómo evoluciona el coste del capital en función de la estructura financiera, para llegar a justificar la existencia de una estructura financiera óptima en base a los beneficios fiscales de la deuda y los costes de bancarrota que puede producir un excesivo endeudamiento.

Comencemos prescindiendo de los impuestos y de los costes de bancarrota, y definamos estructura financiera (E) como el cociente entre fondos ajenos (FA) y fondos propios (FP):

$$E = \frac{FA}{FP} \quad (8)^{12}$$

En estas condiciones, suponiendo que los fondos propios son más caros que los ajenos, una primera intuición es que al aumentar la deuda disminuyendo los fondos propios, *ceteris paribus* (suponemos por lo tanto el activo constante), por la fórmula (7), disminuirá el coste medio ponderado ( $K_0$ ). Es lo que tratamos de reflejar en la figura 2: al aumentar el endeudamiento (desplazándonos hacia la derecha en el eje de abscisas), aumenta la cantidad de fondos ajenos «baratos» disminuyendo la de fondos propios «caros», con lo que el coste medio ponderado disminuye. Es lo que podemos denominar **Postura de Apalancamiento Puro**. Esta postura invita a buscar el máximo endeudamiento posible.

12. Al aumentar el endeudamiento, aumenta el ratio de estructura financiera (FA/FP); también se dice que aumenta el apalancamiento o el *leverage*.



**Figura 2:** Postura del apalancamiento puro.

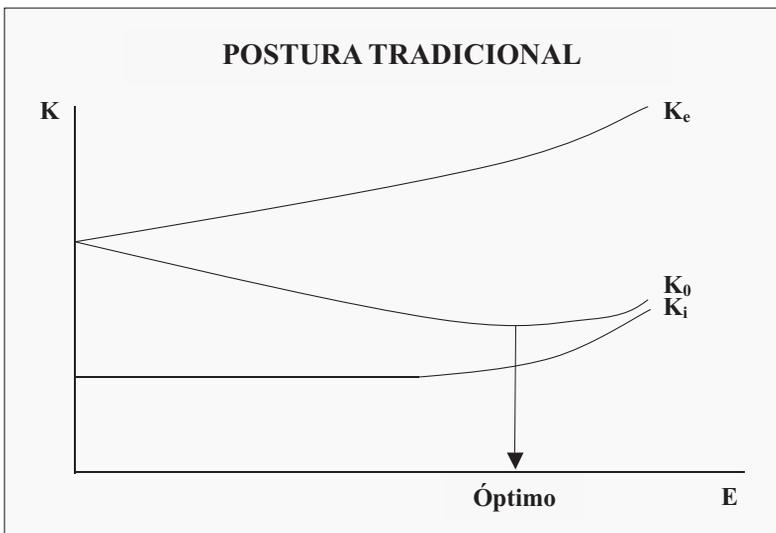
La postura de apalancamiento puro podemos considerarla un extremo irreal, pues no cabe duda de que si aceptamos que los fondos propios corren más riesgo que los ajenos y por eso reciben una mayor remuneración, también deberemos aceptar que al crecer el endeudamiento, el riesgo de los fondos propios aumenta, por lo que la actual teoría financiera entiende que el coste de los fondos propios deberá ser creciente con el endeudamiento.

Para ver que el riesgo de los fondos propios crece al aumentar el endeudamiento, razonemos de la siguiente manera: al variar la generación de fondos operativa (los fondos generados por el activo, sin considerar la financiación), en una estructura no endeudada, esa variación (ese riesgo) se traslada íntegramente a los fondos propios; si estamos ante una estructura endeudada y suponemos que la deuda cobra una cantidad fija como intereses, la variación, el riesgo, de la generación después de intereses es la misma que en la estructura no endeudada, pero al recaer sobre una cantidad de fondos propios menor (han disminuido al aumentar la deuda) el riesgo por euro de fondos propios es mayor.

Entendamos, por lo tanto, la postura de apalancamiento puro como un planteamiento extremo no defendible teóricamente; sin embargo no son pocos los empresarios que, en las épocas de bonanza, construyen unas estructuras financieras fuertemente apalancadas: cuando las cosas van bien, y todavía mejor si la deuda es barata, una estructura muy endeudada pro-

duce altos retornos sobre los fondos propios (por el denominado apalancamiento financiero; Gómez-Bezares, 2009, cap. 3). Pero cuando las cosas van mal los intereses se comen las generaciones de fondos operativas. Parece que nuestros empresarios olvidan en ocasiones el riesgo de las estructuras muy endeudadas.

Una postura bastante más racional es la que denominaremos **Postura Tradicional**. Dentro de ella caben diferentes planteamientos, haremos uno razonable que queda reflejado en la figura 3. Vemos en la figura que, nuevamente, los fondos propios son más caros que los ajenos. Los primeros aumentan su coste ( $K_p$ ) con el endeudamiento, al correr más riesgo (como antes hemos justificado), pero lo hacen primero despacio (se aprecia poco riesgo) y luego más deprisa (el riesgo preocupa cada vez más). Algo parecido pasa con los fondos ajenos que, aunque más baratos que los propios, también van aumentando su coste ( $K_f$ ): nada al principio (no se aprecian riesgos de no cobrar) y a ritmo creciente después. El coste medio ponderado ( $K_0$ ) disminuye al principio (al aumentar la proporción de fondos ajenos baratos) y acaba por aumentar al subir mucho el coste de propios y ajenos. Aparece así una **Estructura Financiera Óptima**, que es lo que caracteriza a la postura tradicional.



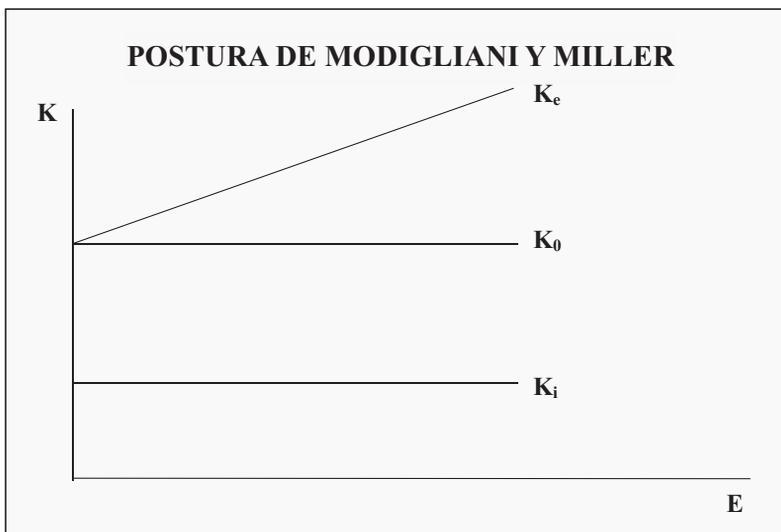
**Figura 3:** Postura tradicional.

La postura tradicional parece muy sensata, y se pueden hacer brillantes argumentaciones para justificarla, pero tiene al menos un problema: tal

como la hemos expuesto nos dice poco sobre dónde se sitúa el óptimo. Saber que existe un óptimo, pero no tener herramientas para encontrarlo, es, cuando menos, desalentador.

Algunos piensan que la estructura financiera media de un determinado sector tiende a reflejar la estructura óptima del sector, pero no vemos argumentos sólidos para defender tal postura, a no ser que pensemos que la intuición de los empresarios les ha llevado por el camino correcto.

En 1958 Franco Modigliani y Merton Miller plantearon su famosa postura de irrelevancia de la estructura financiera. Tratemos de verlo intuitivamente. Sea cual sea la estructura financiera, el «conjunto de titulares del pasivo» de la empresa (acreedores y accionistas) exigirán una rentabilidad esperada ( $K_0$ ) que será el tipo sin riesgo más la prima por riesgo, y ese riesgo dependerá del negocio del activo de la empresa, no de su forma de financiación. Ésta última puede influir en cómo se reparten ese riesgo entre los fondos propios y los ajenos, pero el riesgo del conjunto no varía y  $K_0$  tampoco. En consecuencia, si  $K_i$  es menor que  $K_e$ , esta última deberá crecer de tal manera que compense la ventaja de utilizar fondos ajenos más baratos al aumentar el endeudamiento, tal como puede verse en la figura 4.



**Figura 4:** Postura de Modigliani y Miller.

La clave de la postura de Modigliani y Miller (también les llamaremos, por abreviar, M-M) es que  $K_0$  es constante, si creemos que  $K_i$  crecerá para

altos niveles de endeudamiento, lo que es perfectamente razonable, deberá ocurrir que  $K_e$  crezca a menor ritmo, para que  $K_0$  se mantenga constante.

En condiciones de mercados perfectos la postura M-M es irreprochable, y ellos mismos la justificaron basándose en el arbitraje, que nosotros podemos comentar como sigue: si dos empresas con idéntico activo (también idéntico riesgo) tuvieran un  $K_0$  diferente por tener distinta estructura financiera, al capitalizar generaciones (antes de intereses) idénticas a tipos diferentes, valdrían distinto en el mercado; serían los arbitrajistas los que llevarían a que los valores de dos activos idénticos se igualaran en el mercado. Es la famosa ley del precio único.<sup>13</sup>

El problema consiste en saber hasta qué punto los mercados reales se parecen o no a los perfectos, y cómo de robusto resulta el modelo de Modigliani y Miller.

Un elemento a considerar es la aparición de la fiscalidad, comencemos pensando en el impuesto de sociedades. En él se trata de forma distinta a los intereses y a los dividendos. Los primeros son un gasto deducible de la base del impuesto, por lo que si la empresa tiene más deuda y, en consecuencia, soporta más intereses, pagará menos impuestos. Los dividendos no tienen ese tratamiento, y se reparten después de haber pagado los impuestos. De esta manera, aceptada la postura M-M del 58 en un mundo sin impuestos, al aparecer el de sociedades, una empresa con más deuda y más intereses, paga menos por este concepto, y, en consecuencia, reparte más dinero al conjunto de su pasivo.

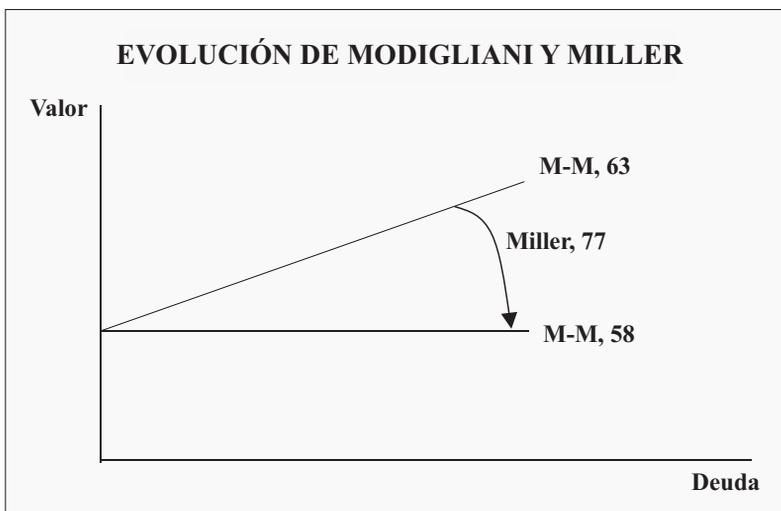
La idea de que  $K_0$  es constante en un mundo sin impuestos (punto fundamental de la postura M-M de 1958) lleva a que el valor de la empresa, *ceteris paribus*, es constante con el endeudamiento (véase la figura 5). Pero en 1963 Modigliani y Miller comentan que en su trabajo del 58 se equivocaron, y proponen una nueva fórmula para contemplar correctamente el impuesto de sociedades. Sin entrar aquí en detalles, diremos que plantean que el valor de la empresa va a crecer proporcionalmente con la deuda y que la pendiente de esa recta (figura 5) va a ser el tipo del impuesto de sociedades.<sup>14</sup>

En 1977 Merton Miller razona que, si se ha llegado a una situación en la que la ventaja que tienen los intereses en el impuesto de sociedades (IS) se compensa con la que tienen los dividendos (y las plusvalías) en el impuesto sobre la renta de las personas físicas (IRPF), quedaría anulada la

13. Williams (1938) ya expuso que el valor de la inversión se conserva.

14. Para construir la figura 5 hemos hecho algunas simplificaciones al mezclar un mundo sin impuestos, con otro con diferentes impuestos, como luego veremos; pero entendemos que vale la pena en aras de la claridad expositiva.

antedicha ventaja de la deuda, y volveríamos a la situación del 58, tal como se puede ver en la figura 5.



**Figura 5:** Evolución de Modigliani y Miller.

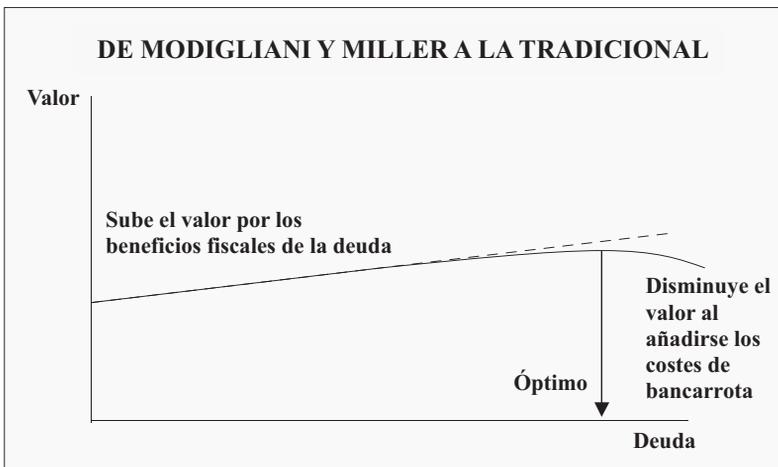
La posibilidad apuntada por Miller de volver a la situación del 58 depende, entre otras cosas, de los sistemas fiscales, que por su enorme complejidad hacen complicada la respuesta (así el IRPF español ha tenido épocas que hacía esto más creíble que en la actualidad; sin embargo, con frecuencia, los accionistas no son personas físicas, sino sociedades, sometidas al IS, y hay diversas figuras en este impuesto que favorecen mucho las rentas que se reciben como accionistas). Con todo, la postura mayoritaria es que, aun considerando el conjunto del sistema fiscal, existe una ventaja para la financiación con deuda; lo que no es fácil es cuantificarla, y no estamos de acuerdo con aplicar simplemente la fórmula de M-M del 63, que prescinde de otros impuestos.

Nuestra postura es que hay alguna ventaja del endeudamiento, que hace que el valor de la empresa crezca con la deuda, pero con menor pendiente que la planteada por Modigliani y Miller en 1963, tal como puede verse en la figura 6. Lo que creemos muy difícil es cuantificar con exactitud esa pendiente.

Observe el lector que, llegados a este punto, estaríamos defendiendo que la empresa se endeude todo lo posible, y lo mismo puede deducirse de la postura M-M del 63; lo que, aunque por distintos motivos, nos estaría devolviendo a la postura de apalancamiento puro.

Pero parece bastante claro que un endeudamiento excesivo provocaría un alto riesgo de bancarrota: si las generaciones de fondos operativas son bajas y estamos muy endeudados, no tendremos dinero suficiente para poder pagar los intereses, esto nos llevaría a pedir nueva deuda o a liquidar activos, y si la cosa no mejora acabaríamos en la quiebra. Cuando una empresa entra en quiebra, se desencadenan una serie de consecuencias que perjudican su valor: costes y trabas jurídicas, problemas con los proveedores que pondrán dificultades para abastecerla, muchas veces tampoco los clientes se encuentran a gusto y prefieren buscar otro proveedor, pueden perderse los mejores empleados, liquidación de activos a precios bajos... Muchos de estos problemas empiezan a manifestarse con sólo que se aprecie el peligro de quiebra.

Es lógico, en consecuencia, que los mercados castiguen el valor de una empresa cuando su excesivo endeudamiento hace prever un peligro de quiebra, y eso es lo que se plantea en la parte derecha de la figura 6.



**Figura 6:** Modigliani y Miller y estructura tradicional.

Observe el lector que, a la vista de la figura 6, hemos llegado a una estructura financiera óptima, como en la postura tradicional, aunque la forma de razonamiento ha sido distinta. De hecho ahora sí podemos decir por dónde se encuentra esa «estructura financiera óptima»: será un punto (o una zona) donde tengamos un cierto endeudamiento para aprovechar sus ventajas fiscales, pero que no sea excesivo, pues eso podría llevarnos a serios costes de bancarrota.

Esta puede ser una versión comprensible de la postura *Trade-off*, que

busca equilibrar beneficios y costes del endeudamiento: beneficios fiscales y costes de bancarrota en su versión más habitual. Pero también podríamos hablar de otros costes y beneficios, como veremos en la siguiente sección.

En la actualidad, respecto a lo comentado en esta sección, se sigue bajando en el efecto que produce el conjunto de la carga fiscal o en la valoración de los costes de bancarrota, añadiéndose, en ocasiones, otros costes que afectan a las operaciones, o aspectos legales que las condicionan (como las limitaciones que pueden plantearse al endeudamiento). Otro tema de interés es ver cómo el tipo de activos que se poseen afecta a las pérdidas por liquidación (Brealey y Myers, 1991, págs. 538-539), aunque este asunto lo trataremos más adelante. Finalmente, también es interesante la posible aparición de «clientelas», que aprecian más los títulos de determinadas empresas, dependiendo, por ejemplo, de sus circunstancias fiscales.

Para un análisis más detallado de lo visto en esta sección recomendamos al lector la excelente exposición de Van Horne (1986, cap. 9), o Gómez-Bezares (2009, cap. 7).

#### **4. Algunas posturas complementarias o alternativas**

En esta sección vamos a tratar algunos planteamientos, en general posteriores a los anteriormente comentados, que pueden, en ocasiones, considerarse como complementarios de lo hasta aquí dicho, pero también pueden interpretarse como posturas alternativas a las expuestas.

En concreto estudiaremos los efectos que tienen la asimetría informativa y los problemas de agencia en la estructura financiera, la teoría de la «utilización jerárquica» y la separabilidad entre las decisiones de inversión y financiación.

En nuestro sistema económico-institucional, sobre todo a lo largo del siglo xx, ha ido creciendo la separación entre la propiedad y la gestión de las empresas. Los propietarios, los accionistas, en muchas grandes corporaciones, son pequeños inversores nada interesados en la gestión de la empresa. En otros casos las acciones están en manos de grandes fondos de inversión, que en muchas ocasiones tampoco desean involucrarse en la gestión<sup>15</sup>. Si a esto añadimos la «Asimetría Informativa» que hay entre directivos y accionistas (los primeros saben mucho de la empresa y los segundos

---

15. Se usa la expresiva frase: «nosotros votamos con los pies», para hacer referencia a que no tienen interés en votar para encauzar la gestión de la empresa; si no les gusta cómo está gestionada, simplemente se van, vendiendo las acciones.

sólo lo que se publica), se dibuja un panorama en el que los directivos tienen las manos bastante libres para tomar las decisiones que consideren convenientes.

No es fácil cambiar esta situación, pues muchos accionistas no saben (no tienen los conocimientos suficientes), no pueden (carecen de la información adecuada, del tiempo necesario) o no quieren (desean comportarse como meros inversores) involucrarse en la gestión; a esto podríamos añadir que, en algunas ocasiones, cuando saben, pueden y quieren, los directivos no les dejan (y ha habido sonados casos en la prensa en este sentido). También se puede argumentar que no sería bueno que muchos accionistas siguieran de cerca la gestión de la empresa: probablemente resultaría caro e ineficaz; incluso cabe sospechar que los accionistas más cerca de los gestores podrían acabar privilegiando sus intereses sobre los de los demás.

Sea como fuere, las cosas están donde están, y los directivos son los que dirigen las empresas, frecuentemente con una mínima participación en la propiedad (nos referimos fundamentalmente a las grandes corporaciones). Aparece así la **Teoría de Agencia** (Jensen y Meckling, 1976) que nos explica que los directivos deben actuar como «agentes» de los propietarios, preocupándose de los intereses de éstos; el «Problema de Agencia» aparece cuando esto no es así. Se han diseñado sistemas de incentivos y procedimientos de control, dentro de una amplia literatura sobre gobierno corporativo, y también se confía en el control ejercido por los mercados (Fama, 1980). Con todo, la crisis que comenzó en 2007 ha puesto de manifiesto comportamientos en los que los directivos se han preocupado fundamentalmente de sus ingresos y de su supervivencia, haciéndolo poco, en ocasiones, por la salud financiera de la empresa o los resultados obtenidos por un anónimo accionista. Podemos también decir que muchos directivos han buscado el crecimiento de sus empresas o actuar con la máxima libertad, no siempre en interés de sus accionistas o de la propia compañía, sino en el suyo propio. Y ni los sistemas legales, ni los procedimientos de incentivación y control diseñados por las empresas, ni el control de los mercados, han podido evitar muchos escándalos.

Planteado así el problema, veremos cómo la forma de financiación puede tener cosas que aportar en la solución del problema de agencia. Seguiremos para ello en parte el interesante artículo de Azofra y Fernández (1999)<sup>16</sup>. Supongamos directivos predispuestos a buscar el crecimiento y la supervivencia de la empresa, diversificar y evitar el riesgo, emplear recursos en beneficio propio..., y todo esto sin pensar demasiado en los intereses

---

16. Donde también se puede encontrar una ilustrativa selección de estudios empíricos.

de sus accionistas. Dada la situación de información asimétrica, se producirán problemas de agencia entre directivos y accionistas, y por extensión, con acreedores y otros grupos de interés. Lo importante es que en la forma de financiación puede haber señales e incentivos que mitiguen la información asimétrica y los problemas de agencia.

Desde esta perspectiva, un aumento del endeudamiento disminuye el flujo disponible por parte de los directivos (al tener que atender al servicio de la deuda), lo que supone una «disciplina» para los mismos, que les dificultará la realización de inversiones no rentables, como puede ser el caso de crecimientos que no aporten valor. También va a suponer un aumento de la «supervisión» por parte de los prestamistas sobre los directivos, que se traducirá en un mejor desempeño. El mercado puede apreciar la concesión del préstamo como una doble «señal» de confianza: de los prestamistas en la empresa, y de los directivos que entienden que van a ser capaces de hacer frente al servicio de la deuda. Además van a tener un «incentivo» para gestionar bien la empresa, y que sea capaz de cumplir con las obligaciones contraídas, pues en caso contrario su prestigio, y hasta su puesto de trabajo, pueden estar en riesgo.

Todo lo anterior hace del endeudamiento una buena noticia, luego sería previsible un aumento del valor de la empresa al sustituir fondos propios por deuda (como sucede en la parte izquierda de la figura 6). Pero un endeudamiento excesivo llevaría a altos costes de supervisión, garantías..., incluso injerencias del prestamista en la empresa (que podría dar lugar a la zona en la que declina el valor en la parte derecha de la figura 6). Lo más normal es que los prestamistas pongan un «límite» al endeudamiento que están dispuestos a facilitar, por el riesgo de insolvencia, para evitar comportamientos oportunistas, etc. Tengamos en cuenta que en una empresa muy endeudada los directivos, y todavía más los accionistas, pueden estar incentivados a desarrollar políticas de muy alto riesgo (tal como nos explica la teoría de opciones<sup>17</sup>): tienen poco que perder (sólo sus escasos fondos propios) y mucho que ganar.

En definitiva, hemos llegado, por otro camino, a la existencia de una estructura financiera óptima. Que podríamos situar en aquél punto en el que se aprovechan todas las citadas ventajas del endeudamiento, sin que éstas pesen menos que sus problemas; o simplemente hasta el punto en el que los prestamistas pongan el límite.

Sobre los efectos informativos que se derivan de diferentes actuaciones relacionadas con la estructura financiera, comentaremos algunos más: por

---

17. De hecho hay una importante línea de estudio del pasivo desde la teoría de opciones.

ejemplo, una ampliación de capital, puede interpretarse como un mensaje de sobrevaloración (se emite capital porque las acciones están caras); por el contrario, un aumento del nominal puede interpretarse al revés. También podemos preguntarnos cómo afecta un reparto de dividendos al valor de la deuda a largo plazo; la respuesta, en principio, es complicada, pues puede prevalecer la idea de que la empresa está bien, por eso reparte dividendos, o puede prevalecer la pérdida de liquidez que se produce.

De todo lo anterior es fácil deducir que en un mundo con problemas de agencia y asimetrías informativas, las señales que aparecen en el mercado (con sus posibles interpretaciones) y los incentivos que se crean han de ser especialmente estudiados por los financieros. También hay que tener en cuenta que los problemas de asimetría informativa y de agencia varían mucho de unas empresas a otras: en primer lugar suelen ser mucho más importantes en las grandes empresas que en las pequeñas, pero también hay que tener en cuenta el tipo de accionariado (más o menos disperso), la forma de gobierno, la cultura, etc. Y hemos de ser conscientes de que el que estos problemas sean más o menos importantes puede afectar a la estructura financiera.

Terminaremos este apartado con una reflexión sobre la evolución de la estructura financiera óptima. Desde el punto de vista del modelo que jugaba con ventajas fiscales de la deuda y costes de bancarrota, pensamos que un mejor sistema fiscal debería suprimir, o paliar en lo posible, la doble imposición sobre dividendos, lo que acabaría con las ventajas fiscales de la deuda; y también un mercado más transparente, más ágil, reduciría los costes de bancarrota. De igual manera un mercado más transparente reduciría la asimetría informativa y los problemas de agencia, con lo que los controles, señales e incentivos provocados por el endeudamiento serían menos necesarios. En definitiva, que si vamos avanzando hacia mercados más perfectos, también lo haremos hacia la postura de Modigliani y Miller de 1958.

Otra forma de entender la estructura financiera es la teoría de la «Utilización Jerárquica» o «*Pecking Order*» (Myers y Majluf, 1984; puede verse explicada en Brealey y Myers, 1991; y con antecedentes en Donaldson): partiendo de dividendos estables (tipo Lintner, 1956), se prefiere la financiación más fácil de obtener. De esta manera es preferida la financiación interna (autofinanciación) a la externa, y dentro de ésta, se prefiere la emisión de deuda a la emisión de acciones. La ordenación quedaría entonces:

1. Autofinanciación.
2. Emisión de deuda.
3. Emisión de acciones.

Los gestores de las empresas se financiarían siguiendo este orden de preferencias. Esto se puede deber a un problema de agencia: los directivos se inclinan por la financiación más cómoda de obtener, y parece lógico que lo más cómodo sea la autofinanciación; luego vendría la emisión de deuda; y quedaría en último lugar la emisión de acciones, que se supone que es para lo que los directivos tendrían que dar más explicaciones al mercado. Pero también se puede interpretar que los directivos buscan la financiación con menos costes de emisión (lo que da lugar a una prelación que probablemente coincide en muchos casos con la establecida), y tienen en cuenta además que dentro de la financiación externa la emisión de acciones puede perjudicar su cotización, mientras que la emisión de deuda puede ser una buena noticia. Interpretado así, usando el *pecking order* los directivos estarían actuando correctamente.

Terminaremos esta sección dedicando unas líneas a la separabilidad entre las decisiones de inversión y financiación. Como dice Matsa (2010, pág. 1197), el paradigma de las finanzas corporativas mantiene que una empresa determina su estructura financiera óptima haciendo *tradeoffs* entre las ventajas impositivas de la deuda, los costes esperados de bancarrota, el impacto de la información asimétrica, y las implicaciones para los incentivos de los gestores (lo que supone una visión ampliada del modelo *trade-off*, en la misma línea que hemos venido comentando). Pero, continúa afirmando David Matsa, las interacciones con las actividades reales de la empresa pueden jugar también un papel importante.

La idea de que la financiación óptima es independiente de la inversión, o dicho de otra forma, que se pueden separar las decisiones de inversión y financiación, está inspirada, entre otros, por el trabajo de Modigliani y Miller (1958); uno de los más influyentes, si no el más, en las finanzas corporativas. M-M, en este artículo, tras considerar irrelevante la financiación, hacen una invitación a crear valor con la inversión en su famosa proposición III. Puede interpretarse que, a partir de aquí, ha habido una corriente mayoritaria (bien representada en los libros de texto de finanzas), que ha tendido a separar las decisiones de inversión y financiación.

Pero como todos los modelos teóricos, esta postura tiene limitaciones, y es fácil señalar algunos casos en los que habría que matizarla. Así por ejemplo Gómez-Bezares, Madariaga y Santibáñez (2000) estudian cómo se debería analizar una inversión cuando tiene asociada una financiación privilegiada; puede ser el caso de que el Gobierno, para apoyar la inversión en determinada actividad, ayuda a los que invierten en ella con créditos blandos (a muy bajo interés). Es claro que en este caso la inversión y la financiación no se pueden estudiar independientemente.

Más general puede ser el caso de la utilización del Valor Actualizado Ajustado (VAA), que añade al VAN los beneficios derivados de la financiación (puede verse comentado en Gómez-Bezares, 2010c, pág. 236).

Otro modo en el que la inversión puede afectar a la forma de financiación se refiere a la influencia que tiene el tipo de activos en los costes de bancarota. Una empresa con importantes activos intangibles, o tangibles pero sin mercado, ante la necesidad perentoria de liquidarlos, puede tener muchísimas pérdidas. Esto aconsejará que las empresas con estas circunstancias tengan menos endeudamiento (para correr menores riesgos de bancarota); también es fácil que tengan mayores dificultades para que les presten.

Nuevamente se podría citar aquí el trabajo de Matsa (2010), que sugiere que las empresas estarían incentivadas a endeudarse, para tener menos disponibilidad de dinero a causa del servicio de la deuda, y frenar así las demandas laborales de los trabajadores. Luego volveremos a comentarlo.

Copeland, Weston y Shastri (2005, pág. 588) comentan que una asunción fundamental del modelo M-M es que la estructura financiera no afecta a las generaciones de fondos operativas, y esto lleva unos años poniéndose en cuestión. Pensemos en una cadena de tiendas a la que, por causa de su estructura muy endeudada, empezaran a no servirle determinados proveedores, esto se traduciría en una menor variedad de productos en sus estanterías, menos atractivo para los clientes, menos ventas, y menos generaciones de fondos operativas. Puede ser un caso donde la forma de financiación acaba por afectar a los resultados de la inversión.

Un último ejemplo lo podemos extraer de lo comentado sobre la teoría de agencia. Si suponemos, como anteriormente hemos propuesto, que un cierto endeudamiento incentiva a los directivos a gestionar los activos con más diligencia, tal forma de financiación se traducirá en una mejor gestión de la inversión, y en mayores generaciones de fondos operativas.

Todo lo anterior es lógico, y se podrían poner más ejemplos, pero nuestra postura, tanto en cursos de grado como de postgrado, ha sido y es explicar separadamente las decisiones de inversión y de financiación, que quedan entrelazadas al utilizar el coste medio ponderado ( $K_0$ ) como tipo de descuento al valorar la inversión. Pensamos que razones didácticas aconsejan hacerlo así. Esto no es obstáculo para que también comentemos en los citados cursos cuestiones como las antes mencionadas, que ilustran a los asistentes sobre la alta complejidad de la realidad económico-financiera.

Además de con la bibliografía citada, esta sección puede completarse en Gómez-Bezares (2010a); trabajo en el que, en parte, está inspirada.

## 5. Algunas ideas y contrastaciones recientes

Resumiremos a continuación algunos contrastes empíricos recientes sobre la financiación empresarial. Lo primero que tenemos que decir es que desde las primeras contrastaciones realizadas (como la de Modigliani y Miller, 1958), hasta la actualidad, la evidencia empírica no nos ha dado suficiente luz sobre el problema que hemos estado tratando.

Fama y French (1998) llegan a la conclusión de que el valor está negativamente relacionado con la deuda, lo que contradice la hipótesis de que el endeudamiento es beneficioso por sus ventajas fiscales. Nosotros pensamos que este resultado podría justificarse por el riesgo de bancarrota o por la previsión de conflictos de agencia con los acreedores.

Fama y French (2002a) plantean una visión ampliada de los modelos *trade-off* y *pecking order*. El *trade-off* busca la financiación óptima en el equilibrio de los costes fiscales, los costes de bancarrota, problemas de agencia, información asimétrica y costes de nueva financiación. Respecto al *pecking order*, lo antes comentado, pero habría que fijarse también en las inversiones futuras, que si son altas pueden dar lugar a un endeudamiento bajo actual, para tener recorrido. Entre sus conclusiones podemos encontrar que las empresas más rentables están menos endeudadas (contrario a *trade-off*), o que hay importantes emisiones de capital por parte de pequeñas empresas de crecimiento y poca deuda (contrario a *pecking order*). Fama y French creen que hay bastantes predicciones comunes a *trade-off* y *pecking order* que se cumplen bastante bien, pero no está claro que la razón sea la apuntada por las teorías.

Fama y French (2005) observan que las empresas emiten o retiran capital con gran facilidad, lo que iría en contra de las predicciones del modelo *pecking order*.

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

Leary (2009) analiza cómo las empresas que en su financiación dependen de los bancos, modifican su *leverage* según las condiciones del mercado bancario: una contracción en la disponibilidad de créditos bancarios les lleva a disminuir su *leverage* (y viceversa), respecto a las empresas que tienen acceso al mercado de bonos. Vemos así que las fricciones en el mercado de financiación afectan a la estructura financiera.

Chang y Dasgupta (2009) tras constatar que el modelo *trade-off*, que analiza distintas ventajas e inconvenientes de la deuda, nos lleva hacia una estructura financiera óptima, se preguntan si realmente las empresas toman sus decisiones sobre estructura financiera con el objetivo de alcanzar ese hipotético ratio ideal de endeudamiento. Los contrastes de esta idea, que ha sido central en la teoría financiera que estudia la composición del pasivo, pueden en muchos casos, a juicio de los autores, ser discutibles.

La teoría financiera, en lo que se refiere a la financiación, mantiene que la rentabilidad esperada de las acciones crece con el apalancamiento. Tal como hemos argumentado con anterioridad, una empresa más endeudada lleva a que los fondos propios corran mayor riesgo, por lo que deben esperar una mayor retribución. Sobre esta idea se construye la estructura financiera óptima, tal como la hemos visto, de la postura tradicional, y resulta necesaria en el planteamiento original de Modigliani y Miller. Gomes y Schmid (2010, pág. 467) afirman que los textos estándar de finanzas proponen que un aumento en el *leverage* directamente aumenta el riesgo de los flujos para los accionistas, lo que les hace aumentar la tasa de rentabilidad requerida, lo que nosotros hemos denominado el coste de los fondos propios. Como siguen comentando Gomes y Schmid, esta idea (que ellos califican de sorprendentemente simple) se ha demostrado poderosa, y ha sido usada por multitud de investigadores y *practitioners* para estudiar las rentabilidades y medir el coste de capital. Sin embargo Gomes y Schmid opinan que la relación entre *leverage* y rentabilidad de los fondos propios tiene, como mucho, un éxito empírico modesto.

Gomes y Schmid (2010) piensan que la relación comentada es más compleja que lo que proponen los libros de texto, y depende de las oportunidades de inversión de la empresa. Afirman que, normalmente, hay una relación entre *leverage* e inversión, y así las empresas muy endeudadas suelen ser empresas maduras, con más activos seguros, y menos oportunidades arriesgadas de crecimiento.

A la vista de esta última idea de Gomes y Schmid, proponemos al lector que justifique este hecho en base al modelo *trade-off* y al *pecking order*, tal como los proponían Fama y French (2002a), y hemos comentado unas líneas más arriba. Este ejercicio puede servir para ver cómo similares hechos pueden ser interpretados de forma distinta, y la complejidad del problema de verificar empíricamente los temas referidos a la financiación. En todo caso sí queremos constatar que la relación entre el coste de los fondos propios y el endeudamiento la consideramos absolutamente fundamental en la actual teoría financiera, y pensamos que, de ninguna manera, ha sido rechazada empíricamente (Gómez-Bezares, 2006, cap. 6).

Matsa (2010) mantiene que la estructura financiera puede ser usada por los responsables de la empresa para ayudar a sus actividades operativas. Cuando la política de financiación afecta a la posición competitiva en los mercados de productos o de *inputs*, puede usarse la deuda, estratégicamente, para influenciar la conducta de clientes y proveedores. El autor se fija en un proveedor concreto, los trabajadores organizados. ¿Es posible que las empresas utilicen la deuda para tener más fuerza negociadora con los sindicatos? La respuesta de David Matsa es que puede ser que sí. Las empresas pueden endeudarse más para, en sus negociaciones con los sindicatos, alegar que el servicio de la deuda les impide acceder a sus reivindicaciones salariales. Las empresas pueden estar incentivadas para no mantener una alta liquidez, lo que las protegería frente a circunstancias adversas, o para endeudarse fuertemente, para mejorar su posición negociadora con los sindicatos. La conclusión del estudio (pág. 1228) es que «la negociación colectiva aumenta el *leverage* financiero». Comenta además casos de empresas donde la fuerza de los sindicatos les ha podido llevar a la bancarrota (tal vez adoptaron estructuras financieras demasiado arriesgadas), o el testimonio de un sindicalista que se queja de que el problema para los trabajadores es el coste de los intereses.

Algunas ideas de esta sección, y en general de todo el artículo, pueden ampliarse en Gómez-Bezares (2009, cap. 7, y 2010c, tema 7).

## 6. Conclusiones

En el cincuentenario del famoso artículo de Franco Modigliani y Merton Miller (1958) se escribieron trabajos, se dieron charlas... recordando su aportación a las finanzas corporativas, que hoy no se debe discutir. Kashyap y Zingales (2010), por ejemplo, los consideran los fundadores de las modernas finanzas corporativas. Su aportación inicial, junto con otros trabajos posteriores de indudable relevancia, los colocan, sin duda, en ese escogido grupo de autores que crearon, entre principios de los cincuenta y mediados de los setenta (del siglo xx), las modernas finanzas: el paradigma de los setenta. Pero las ironías del destino han hecho que ese cincuentenario coincida con la mayor crisis financiera desde el crack de 1929; precisamente una crisis en la que, como dicen Kashyap y Zingales (2010, pág. 303), se ha puesto de manifiesto que «la estructura financiera importa».

Sin duda, estructuras muy endeudadas, y riesgos excesivos, han puesto a la economía mundial al borde del precipicio, pero no creemos que esto contradiga lo esencial de la postura M-M, y su mensaje para las finanzas

corporativas: no es fácil crear valor con la forma de financiación y sí debemos crearlo con la inversión.

A lo largo de estas páginas hemos tratado de resumir, con el suficiente rigor, pero cuidando la claridad expositiva, lo que la teoría financiera nos puede aportar sobre la financiación empresarial. Hemos visto, para ello, las diferentes ideas que se han ido manejando, y el lector ha podido hacerse una idea cabal de lo que se sabe hoy. Tras una breve referencia a los primeros análisis sobre la financiación, hemos estudiado el coste de los fondos. Hemos visto así la importancia del concepto y sus dificultades de cálculo, sobre todo para el caso de los fondos propios. A continuación hemos entrado en uno de los mayores problemas de las finanzas corporativas: ¿existe una estructura financiera óptima? Y si existe, ¿cómo podemos saber dónde está? ¿Cómo toman las empresas sus decisiones de financiación? Aunque hay un importante trabajo teórico para sustentar nuestros razonamientos, las respuestas a las preguntas anteriores están lejos de encontrarse de forma concluyente, y no se vislumbra una solución en el horizonte.

Hemos repasado las posturas de Modigliani y Miller, el modelo *trade-off*, los efectos de la información asimétrica y de la teoría de agencia, el modelo *pecking order* y las dificultades de la separación entre inversión y financiación. Todas las teorías expuestas tienen su base de razón, y seguro que nos ilustran adecuadamente sobre «una parte de la realidad», pero no sobre «toda la realidad». Nos hemos asomado para terminar a algunas contrastaciones empíricas recientes, con la esperanza de encontrar una mayor luz, pero la verdad es que la evidencia empírica más actual no es concluyente (como tampoco lo era la anterior), y ni respalda una teoría ni tira definitivamente otra; aunque sí nos proporciona algunas ideas interesantes.

Ante esta situación, nosotros solemos comentar a nuestros alumnos de grado y postgrado (o a empresas con las que hemos colaborado), que deben ser conscientes de lo complejo del problema y de que la solución no es fácil, por ello no pueden pretender que alguien les dé una cifra exacta con su estructura financiera óptima. Nosotros pensamos que la postura de equilibrio entre ventajas y desventajas del endeudamiento (modelo *trade-off*) puede estar bastante acertada, pero no es fácil llegar por ahí a una cifra exacta.

Por insistir en la complejidad del problema, el lector será seguramente consciente de que aunque en el artículo hemos hablado de fondos propios y fondos ajenos, la realidad es más compleja, y puede haber productos diferentes dentro de estas dos categorías. Tampoco hemos tocado otros temas interesantes, como la «hipótesis de expropiación de los acreedores», los análisis desde las finanzas de la conducta, etc., pero debemos no alargar más este trabajo.

Otra fuente de complejidad es la dificultad de las contrastaciones empíricas, que se encuentran con problemas como que la división entre fondos propios y ajenos no es tan meridiana, ni se trata de dos conjuntos homogéneos; por otro lado, los cambios en la estructura financiera suelen ir acompañados de inversiones o desinversiones, por lo que es difícil atribuir a quién se debe el aumento o la disminución de valor. Además, un mismo resultado empírico puede tener distintas interpretaciones.

Volviendo a la crisis financiera, debemos recordar que las crisis han dejado, frecuentemente, un recuerdo muy malo del endeudamiento en bastantes empresarios (y en muchos particulares); no sería extraño que viviéramos, al menos en la post-crisis, una nueva aversión al endeudamiento. De hecho, muchas empresas, situadas en sectores problemáticos, han sobrevivido gracias a tener estructuras muy poco apalancadas; y todavía más, bastantes han podido mejorar su competitividad por poder afrontar inversiones que no podía hacer su competencia.

Puede ocurrir que un responsable financiero no encuentre demasiada luz, para su caso, en nuestras ya prolongadas argumentaciones, o simplemente que se declare un ferviente seguidor de M-M (1958); también puede ser más moderado, y pensar que si hay alguna ventaja en la forma de financiación, hasta donde sabemos y en la mayoría de los casos, parece pequeña (postura a la que con gusto nos sumaríamos); en tal situación podría razonar en base a otros argumentos: podrá endeudarse cuando considere la deuda más accesible en momentos de crecimiento; o preferirá crecer con fondos propios si los accionistas aceptan renunciar a los dividendos, pudiendo jugar aquí las consideraciones fiscales cuando dividendos y plusvalías tengan un trato diferente; también la estabilidad de los resultados de la empresa jugará su papel: una empresa con resultados muy variables tendrá más problemas si se endeuda mucho, y deberá evitar el peligro de bancarrota. Vemos que, en definitiva, se mezclarán cuestiones de «oportunidad», «características» de la empresa, etc.

Terminaremos así recordando que, de alguna forma, hemos recuperado las viejas ideas de Dewing (1920), y que, en este tema, aunque sabemos bastantes cosas, todavía nos quedan muchas por aprender.

## Referencias bibliográficas

- AZOFRA, V. y FERNÁNDEZ, A. (1999) «Las finanzas empresariales 40 años después de las proposiciones de MM. Teorías y realidades», *Papeles de economía española*, 78-79, pp. 122-144.

- BLACK, F. (1972) «Capital market equilibrium with restricted borrowing», *Journal of business*, 45(3), pp. 444-455.
- BREALEY, R.A. y MYERS, S. (1993) *Fundamentos de financiación empresarial*, McGraw-Hill, Madrid.
- BYOUN, S. (2008) «How and when do firms adjust their capital structures toward targets?», *Journal of finance*, 63(6), pp. 3069-3096.
- CHANG, X. y DASGUPTA, S. (2009) «Target behavior and financing: how conclusive is the evidence?», *Journal of finance*, 64(4), pp. 1767-1796.
- COPELAND, T.E., WESTON, J.F. y SHASTRI, K. (2005) *Financial theory and corporate policy*, Pearson Addison Wesley, Boston.
- DEWING, A.S. (1920) *The financial policy of corporations*, Ronald Press, Nueva York.
- FAMA, E.F. (1980) «Agency problems and the theory of the firm», *Journal of political economy*, 88(2), pp. 288-307.
- FAMA, E.F. y FRENCH, K.R. (1998) «Taxes, financing decisions, and firm value», *Journal of finance*, 53(3), pp. 819-843.
- FAMA, E.F. y FRENCH, K.R. (2002a) «Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt», *Review of financial studies*, 15(1), pp. 1-33.
- FAMA, E.F. y FRENCH, K.R. (2002b) «The equity premium», *Journal of finance*, 57(2), pp. 637-659.
- FAMA, E.F. y FRENCH, K.R. (2005) «Financing decisions: who issues stock?», *Journal of financial economics*, 76(3), pp. 549-582.
- GERSTENBERG, C.W. (1924) *Financial organization and management of business*, Prentice-Hall, Nueva York.
- GOMES, J.F. y SCHMID, L. (2010) «Levered returns», *Journal of finance*, 65(2), pp. 467-494.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (1995) «Panorama de la teoría financiera», *Boletín de estudios económicos*, 50(156), pp. 411-448.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2006) *Gestión de carteras*, Desclée de Brouwer, Bilbao.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2009) *Las decisiones financieras en la práctica*, Desclée de Brouwer, Bilbao.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2010a) «Novedades en las finanzas corporativas», *Boletín de estudios económicos*, 65(199), pp. 5-18.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2010b) «Presente y futuro de las finanzas. Situación y perspectivas de las finanzas a comienzos del siglo XXI», *Contabilidad y dirección*, 10, pp. 53-78.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2010c) *Dirección financiera*, Desclée de Brouwer, Bilbao.

- GÓMEZ-BEZARES, F., MADARIAGA, J.A. y SANTIBÁÑEZ, J. (2000) «Algunas relaciones interesantes entre inversión y financiación», *Harvard-Deusto finanzas & contabilidad*, 37, pp. 48-59.
- GORDON, M.J. y SHAPIRO, E. (1956) «Capital equipment analysis: the required rate of profit», *Management science*, 3(1), pp. 102-110.
- HAUGEN, R.A. (1996) «Finance from a new perspective», *Financial management*, primavera, 25(1), pp. 86-97.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. (1976) «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure», *Journal of financial economics*, 3(4), pp. 305-360.
- KASHYAP, A.K. y ZINGALES, L. (2010) «The 2007-8 financial crisis: lessons from corporate finance», *Journal of financial economics*, 97(3), pp. 303-305.
- LEARY, M.T. (2009) «Bank loan supply, lender choice, and corporate capital structure», *Journal of finance*, 64(3), pp. 1143-1185.
- LINTNER, J. (1956) «Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes», *American economic review*, 46(2), pp. 97-113.
- LINTNER, J. (1965) «The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets», *Review of economics and statistics*, 47(1), pp. 13-37.
- MATSA, D.A. (2010) «Capital structure as a strategic variable: evidence from collective bargaining», *Journal of finance*, 65(3), pp. 1197-1232.
- MILLER, M.H. (1977) «Debt and taxes», *Journal of finance*, 32(2), pp. 261-275.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M.H. (1958) «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment», *American economic review*, 48(3), pp. 261-297.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M.H. (1963) «Corporate income taxes and the cost of capital: a correction», *American economic review*, 53(3), pp. 433-443.
- MYERS, S.C. y MAJLUF, N.S. (1984) «Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have», *Journal of financial economics*, 13(2), pp. 187-221.
- ROSS, S.A. (1976) «The arbitrage theory of capital asset pricing», *Journal of economic theory*, 13(3), pp. 341-360.
- SHARPE, W.F. (1964) «Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk», *Journal of finance*, 19(3), pp. 425-442.

- SOLOMON, E. (1963) *The theory of financial management*, Columbia University Press, Nueva York.
- VAN HORNE, J.C. (1986) *Financial management and policy*, Prentice-Hall International, Londres.
- WILLIAMS, J.B. (1938) *The theory of investment value*, North-Holland, Amsterdam.



**Asociación Catalana de Contabilidad y Dirección**

Edif. Colegio de Economistas de Cataluña  
Pl. Gal·la Placidia 32, 4ª planta – 08006 Barcelona  
Tel.934 161 604 extensió 2019  
info@accid.org – wwwaccid.org

