

Panorama del finançament empresarial

FERNANDO GÓMEZ-BEZARES
Universitat Comercial de Deusto

JAVIER SANTIBÁÑEZ
Universitat Comercial de Deusto

Data de recepció: 22/07/10

Data d'acceptació: 12/12/10

Resum

A l'article es resumeix el que la teoria financera ens pot aportar sobre el finançament empresarial. Després d'una breu referència a les primeres anàlisis sobre el finançament, s'estudia el cost dels fons, la importància del concepte i la seva forma de càlcul. A continuació es planteja el problema de l'estructura financera: existeix una estructura financera òptima? I si existeix, com podem saber on és? Com prenen les empreses les seves decisions de finançament? Hem repassat així les postures de Modigliani i Miller, el model *trade-off*, els efectes de la informació asimètrica i de la teoria d'agència, el model *pecking order* i les dificultats de la separació entre inversió i finançament, per a acabar amb algunes contrastacions empíriques recents.

Paraules clau

Finançament, Modigliani, Miller, Estructura Financera Òptima.

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. Introducció

En aquest treball pretenem desenvolupar un article doctrinal on s'abordi l'estat de l'art del finançament empresarial sobre la base de les diferents idees que s'han manejat en aquest camp, veient per on hem anat passant i què és el que en sabem avui.

Si acceptem que les finances, com a àrea de coneixement organitzat i de certa entitat, neixen amb el segle XX, podem començar preguntant-nos què es deia sobre el finançament en aquesta època. Un llibre característic dels primers temps de les finances és el famós treball de Dewing (1920). Gómez-Bezares (1995, pàg. 416) resumeix així les idees de Dewing sobre finançament:

- «Segons el seu plantejament la funció financera s'ha d'ocupar primordialment de trobar els fons necessaris, i al menor cost.»
- «A l'hora de tractar l'estructura financera de l'empresa (relació entre

fons propis i aliens en el passiu), Dewing es limita a consideracions bastant generals, acceptant els bons quan els ingressos futurs són constants i preferint les accions quan són variables. I no desenvolupa explícitament la relació entre estructura financera i cost del capital, tema que serà un dels més polèmics entre els estudiosos de les finances quaranta anys més tard.»

- «No analitza adequadament el cost dels fons; se centra en el cost dels fons aliens. Actualment, el cost dels fons propis segueix sent un problema difícil, però s'han anat desenvolupant models que ens permeten acostar-nos a la solució del problema.»

Pocs anys més tard apareix el llibre de Gerstenberg (1924); aquest autor explica (pàg. 1) que el seu llibre es dedicarà a estudiar com aconseguir fons per als negocis, com usar-los i com distribuir els beneficis, sense oblidar els problemes que apareixen quan les empreses tenen pèrdues o simplement manquen dels fons suficients.

A la vista del que han dit aquests autors, no hi ha dubte que el finançament ha estat, des del principi, molt important en les finances, fins al punt que en moltes empreses, i sobretot en la primera meitat del segle xx, la funció financera es dedicava fonamentalment a la recerca de finançament en les millors condicions. En la segona meitat del segle xx això va anar canviant (Solomon, 1963).

D'altra banda, a la vista dels comentaris sobre l'obra de Dewing abans citats, veiem que els coneixements eren limitats:

- Problemes per a calcular el cost dels fons propis.
- No es desenvolupa la relació entre cost dels fons i estructura financera.
- Es donen regles molt vagues sobre com conformar l'estructura financera.

Va ser en els anys cinquanta del passat segle quan aquests temes van començar a treballar-se amb més rigor, encara que hi ha un antecedent important en Williams (1938) que va anticipar importants idees sobre aquestes qüestions, si bé el seu treball es va utilitzar amb retard.

El que farem en les pàgines que segueixen és, després de revisar breument el càlcul del cost dels fons en la secció segona, tractar en la tercera sobre l'anàlisi de l'estructura financera d'una manera que ja és clàssica: buscar l'estructura financera òptima sobre la base de «l'equilibri» entre estalvis fiscals pel deute i costos de fallida. En la secció quarta introduïrem

els efectes que tenen l'asimetria informativa i els problemes d'agència, així com la teoria de la «utilització jeràrquica», i acabarem amb el que alguns discuteixen: la separabilitat entre les decisions d'inversió i finançament. En la secció cinquena revisarem algunes contrastacions empíriques recents, i acabarem en la sisena amb les conclusions. A continuació anirà la bibliografia.

Dins de les decisions de finançament pot incloure's tot el que es refereix a la política de dividends. Per això, podria haver-se tractat aquesta política en aquest estudi, però un tractament detallat l'hauria allargat massa, i pot ser suficient amb el que planteja Gómez-Bezares (2009, 2010a i 2010b).

2. El cost dels fons

Revisarem breument en aquesta secció el concepte de cost dels fons i la seva forma de càlcul. Els fons que es deixen a la disposició de l'empresa constitueixen el seu passiu (aliè i propi), i esperen una remuneració. Aquesta és fàcil d'entendre i calcular en el cas dels fons aliens: si un banc ens presta una quantitat de diners, el seu cost és el tipus d'interès que el banc ens demana; d'igual manera, si fem una emissió d'obligacions, haurem de pagar uns interessos als obligacionistes, i aquest serà el cost d'aquesta font de finançament.

El tema resulta una mica més complicat en el cas dels fons propis, quin és el cost d'aquests fons? No hi ha dubte que, en aquest cas, és més difícil arribar a una xifra exacta que reflecteixi aquest cost, tret que els propietaris dels fons (els accionistes) ens ho facin explícit amb claredat, dient-nos quin és la remuneració que esperen (cosa que pot succeir en petites o mitjanes empreses, o, en general, en companyies amb molt pocs accionistes); però això no ha d'enfosquir el concepte de cost dels fons propis, tema fonamental per a entendre les finances actuals, com moltes vegades recalquem en els nostres cursos de grau o postgrau. Els accionistes deixen els seus diners a l'empresa confiant que tindran una adequada remuneració; són conscients que aquesta retribució estarà sotmesa a un determinat risc (guanyaran més si l'empresa va bé i menys si va malament), però confien a obtenir una adequada remuneració com a terme mitjà. En cas contrari no invertien els seus diners en la companyia. Acceptat el raonament anterior, entenem per cost dels fons propis la rendibilitat exigida pels propietaris d'aquests fons, pels accionistes, per a invertir els seus diners en l'empresa, i que lògicament s'establirà en termes esperats (com a esperança matemàti-

ca) en tractar-se d'una quantitat sotmesa a risc.

Per a calcular el cost de qualsevol font de fons, coneguts els diners que aportarà aquesta font (entrada de fons: EF), hauríem de conèixer (o estimar) quins diners li retornarem i quan (sortides de fons: valors SF); l'entrada i les sortides de tresoreria donen lloc a «un perfil de fons» com el de la figura 1, on s'indica amb una fletxa cap amunt l'entrada en caixa que representa l'aportació de diners de la font financera i amb posteriors fletxes cap avall les sortides, on s'inclou la devolució a la font de finançament dels diners que ens va proporcionar i la seva remuneració.

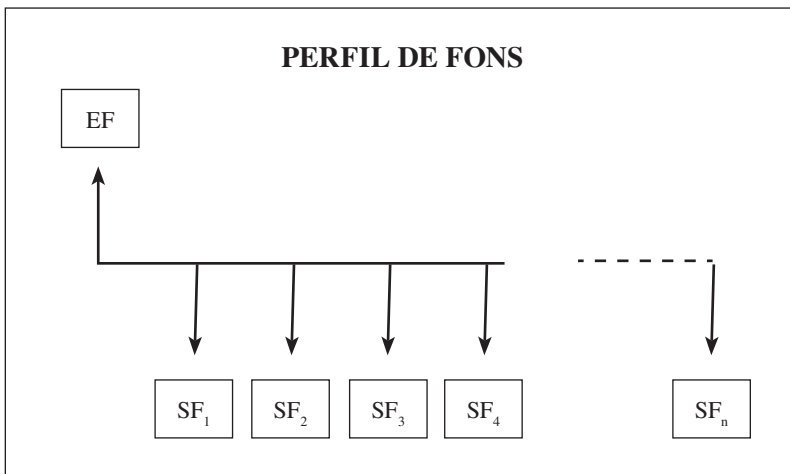


Figura 1: Perfil de fons.

Si suposem coneguts els valors de l'entrada (EF) i de les sortides (SFs) de fons, el càlcul del cost de la font de finançament és senzill, ja que n'hi ha prou amb igualar l'entrada amb les sortides actualitzades, i el cost serà, precisament, el tipus d'actualització (K) que aconseguixi la igualtat. Podem veure'l 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 diferenciem, com ja hem vingut fent a manera de simplificació, entre fons propis i aliens, un tema important a nivell conceptual és que, en principi, els fons propis han de ser més cars que els aliens. Això es dedueix

fàcilment si pensem que un agent pot optar per «prestar» els seus diners a l'empresa (dotant-la de fons aliens) o per subscriure accions (passant a ser accionista); atès que els éssers humans actuem normalment com a enemics del risc i atès també que els fons propis són més arriscats que els aliens (com ja hem suggerit), és lògic pensar que la remuneració esperada pels accionistes ha de ser major que la requerida pels creditors. Des del punt de vista dels gestors de l'empresa, els fons propis resulten més «còmodes» en no tenir l'obligació de fer uns pagaments determinats en unes dates prefixades (com succeeix amb els aliens); per aquesta raó, també resulta lògic que els fons propis siguin més cars. Això no vol dir que els accionistes guanyin sempre més que els creditors. Si així fos tots voldríem ser accionistes; simplement s'ha d'entendre que, com a mitjana, els accionistes guanyaran més que els creditors perquè corren més risc, però que precisament aquest major risc els durà de vegades a guanyar més i altres menys o fins i tot a perdre (i que això funciona així ha pogut demostrar-se en els mercats financers).

El cost dels fons (especialment el dels fons propis) cal entendre'l com un *ex-ante*: el que els titulars exigeixen i esperen cobrar com a terme mitjà, i ha de distingir-se de la retribució que de fet reben (*ex-post*) en un cas determinat.

Hi pot haver ocasions en les quals, per tractar-se de mercats molt poc competitius o durament regulats, resulti més car a l'empresa demanar un préstec al banc que diners als seus accionistes, però aquestes situacions han de resultar anormals.

Entès l'anterior, calculem de forma senzilla el cost dels fons. Si ens trobem amb un préstec estàndard, tant l'entrada com les sortides¹⁰ de fons estan definides per contracte i bastarà amb extreure la *K* de la fórmula (1). Una petita dificultat addicional ve representada per l'aplicació de l'impost de societats: com que els interessos són deduïbles en la base de l'impost, es produeix un «escut fiscal» que ens estalvia una part dels diners a pagar per aquest concepte. En efecte, si el tipus de l'impost de societats és, suposem, el 30%, un 30% dels interessos ens els estalviem en liquidar aquest impost (suposant una empresa en beneficis). En aquest cas podríem posar en la fórmula (1) les sortides netes d'impostos (considerant el corresponent estalvi fiscal), o, més fàcil, aplicar al tipus d'interès que cobra el prestador l'estalvi fiscal en l'impost de societats. Si suposem que el tipus que es cobra és «*i*», el cost dels fons seria:

10. On s'inclou tant el pagament d'interessos com la devolució del principal.

$$K_i = i \times (1 - t) \quad (2)$$

on K_i representa el cost dels fons aliens i «t» és el tipus de l'impost de societats. Podria complicar-se una mica aquest càlcul si considerem estructures de pagaments més complexes on pugui haver, per exemple, primes d'amortització, així com diferents tractaments fiscals. També podríem considerar casos en els quals, per exemple, les sortides no estan quantificades com una quantitat monetària exacta (cas dels bons indexats amb la inflació); i, encara més complex, quan ens enfrontem a productes híbrids com les obligacions convertibles. Però per als objectius d'aquesta revisió i pel que es refereix al cost dels fons aliens, ens bastarà amb el fins ara comentat.

Pel que fa als fons propis, el càlcul del seu cost és més complicat, atès que les sortides de fons de la figura 1 no estan definides a priori (almenys no ho estan amb seguretat). Suposem que l'accionista espera rebre un corrent indefinit de dividends (D_i per any), i aplica un tipus de descompte K_e (on inclou el tipus sense risc i la prima per risc) per a calcular el valor present de l'acció P_0 , que entenem que és el valor de mercat:

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

Pot observar el lector que per als gestors de l'empresa la fórmula (3) és l'aplicació de la fórmula (1) al cas dels fons propis, on K_e seria el cost dels fons (aquí no és aplicable l'escut fiscal de què parlàvem abans perquè els dividends no són deduïbles en l'impost de societats). Vist això així, els gestors coneixerien P_0 (valor de mercat de l'acció), i haurien de fer alguna hipòtesi sobre l'evolució dels dividends (esperada per l'accionista), per a poder «endevinar» la K_e que estan usant els inversors i que serà el seu cost dels fons propis.¹¹

Una possibilitat és suposar un dividend creixent a una taxa constant

11. Potser el lector es preguntí per què en la fórmula (3) no se suposa en algun moment la venda de l'acció o la liquidació de l'empresa. De cara a la fórmula no hi hauria cap dificultat a suposar que a l'any «n» es liquida l'empresa: en tal cas s'afegiria al dividend d'aquest any el valor de liquidació i se suprimirien els dividends subsegüents. El difícil és fer aquesta estimació en la majoria dels casos i, per això, sol suposar-se que l'empresa continuarà repartint dividends d'una o altra manera (encara que fos comprada, fusionada, etc.). Respecte a la possibilitat que l'acció sigui venuda, això no representa cap problema, ja que una altra persona continuarà cobrant el dividend, i, des d'aquest punt de vista, a l'empresa li és igual qui sigui l'accionista.

«g», és el conegut model de Gordon-Shapiro de 1956. En tal cas la fórmula (3) quedaria:

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

La fórmula (4) representa la suma dels termes d'una progressió geomètrica il·limitada i decreixent (sempre que $K_e > g$, si no la suma seria infinita), de raó $(1+g)/(1+K_e)$; aquesta suma serà:

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

Molts autors han emprat aquest model (vegeu, per exemple, Fama i French, 2002b) i continua estant entre els més utilitzats. Una possibilitat és suposar $g=0$, i llavors tindríem el model de dividend constant.

Una important alternativa a aquest model és el CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) desenvolupat, entre d'altres, per Sharpe (1964), Lintner (1965) o Black (1972). Segons aquest model, la rendibilitat esperada d'una inversió seria el tipus sense risc (r_0), més una prima, que estaria composta pel premi per risc del mercat (rendibilitat esperada de la cartera de mercat $E(R^*)$ menys el tipus sense risc r_0), multiplicat per la quantitat de risc sistemàtic (no diversificable) d'aquest actiu, mesurat per β . Així el cost dels fons propis seria:

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

on β seria el risc sistemàtic de l'acció. Aquest model també es pot utilitzar per a calcular el cost dels fons aliens si coneixem el seu corresponent β (que fins i tot podria assumir-se que és zero). El CAPM té virtuts i alguns problemes, així ha estat fortament atacat des d'un punt de vista empíric (pot veure's una discussió en Gómez-Bezares, 2006 i 2010b); i resulta difícil d'aplicar en nombroses ocasions.

Una altra alternativa pot ser l'APT (*Arbitrage Pricing Theory*) de Ross (1976) o els models factorials inductius complexos defensats per Haugen (1996).

Una vegada que hem obtingut el cost dels fons aliens (K_e) i el dels propis (K_p), calcularíem el cost mitjà ponderat (K_0), ponderant per les propor-

cions que aquests fons (FA i FP respectivament) representen (a valors de mercat) en el passiu de l'empresa:

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

Amb tot l'anterior tenim una visió de com podem calcular el cost dels fons o cost del capital. Per a una visió senzilla i completa, el lector pot recórrer a Gómez-Bezares (2009).

3. Estructura financera: Model *trade-off*

En aquesta secció comentarem algunes postures sobre com evoluciona el cost del capital en funció de l'estructura financera, per a arribar a justificar l'existència d'una estructura financera òptima sobre la base dels beneficis fiscals del deute i els costos de fallida que pot produir un excessiu endeutament.

Comencem prescindint dels impostos i dels costos de fallida, i definim estructura financera (I) com el quocient entre fons aliens (FA) i fons propis (FP):

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

En aquestes condicions, suposant que els fons propis són més cars que els aliens, una primera intuïció és que en augmentar el deute disminuint els fons propis, *ceteris paribus* (suposem per tant l'actiu constant), per la fórmula (7), disminuirà el cost mitjà ponderat (K_0). És el que tractem de reflectir en la figura 2: en augmentar l'endeutament (desplaçant-nos cap a la dreta en l'eix d'abscisses),¹² augmenta la quantitat de fons aliens «barats» disminuint la de fons propis «cars» i, així, el cost mitjà ponderat disminueix. És el que podem denominar **Postura de Palanquejament Pur**. Aquesta postura convida a buscar el màxim endeutament possible.

12. En augmentar l'endeutament, augmenta la ràtio d'estructura financera (FA/FP); també es diu que augmenta el palanquejament o *leverage*.

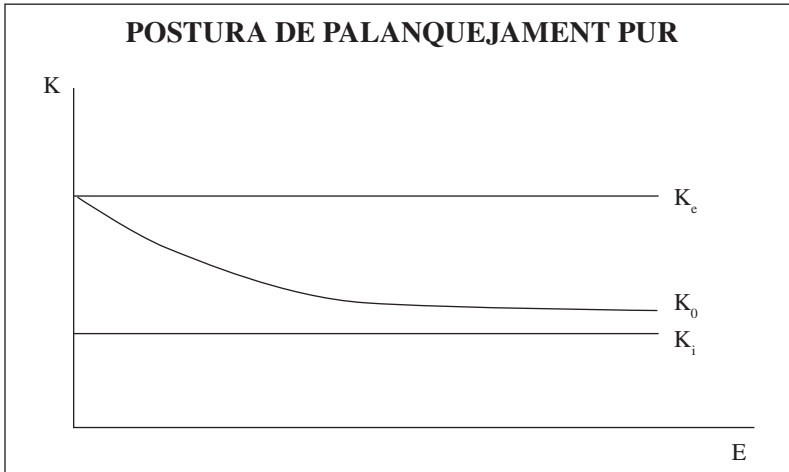


Figura 2: Postura del palanquejament pur.

La postura de palanquejament pur podem considerar-la un extrem irreal, ja que no hi ha dubte que si acceptem que els fons propis corren més risc que els aliens i per això reben una major remuneració, també hauríem d'acceptar que, en créixer l'endeutament, el risc dels fons propis augmenta. Per això, l'actual teoria financera entén que el cost dels fons propis haurà de ser creixent amb l'endeutament.

Per a veure que el risc dels fons propis creix en augmentar l'endeutament, raonem de la següent manera: en variar la generació de fons operativa (els fons generats per l'actiu, sense considerar el finançament), en una estructura no endeutada, aquesta variació (aquest risc) es trasllada íntegrament als fons propis; si estem davant d'una estructura endeutada i suposem que el deute cobra una quantitat fixa com a interessos, la variació, el risc, de la generació després d'interessos és la mateixa que en l'estructura no endeutada, però en recaure sobre una quantitat de fons propis menor (han disminuït en augmentar el deute) el risc per euro de fons propis és major.

Entenguem, per tant, la postura de palanquejament pur com un planetejament extrem no defensable teòricament; no obstant això, no són pocs els empresaris que, en les èpoques de bonança, construeixen unes estructures financeres fortament palanquejades: quan les coses van bé, i encara millor si el deute és barat, una estructura molt endeutada produeix alts retorns sobre els fons propis (pel denominat palanquejament financer; Gómez-Bezares, 2009, cap. 3). Però quan les coses van malament els in-

teressos es mengen les generacions de fons operatives. Sembla que els nostres empresaris oblidem de vegades el risc de les estructures molt endeutades.

Una postura bastant més racional és la que denominarem **Postura Tradicional**. Hi caben diferents plantejaments. En farem un de raonable que queda reflectit en la figura 3. Veiem en la figura que, novament, els fons propis són més cars que els aliens. Els primers augmenten el seu cost (K_e) amb l'endeutament, en córrer més risc (com abans hem justificat), però ho fan primer a poc a poc (s'aprecia poc risc) i després més de pressa (el risc preocupa cada vegada més). Cosa semblant passa amb els fons aliens que, encara que més barats que els propis, també van augmentant el seu cost (K_i): gens al principi (no s'aprecien riscos de no cobrar) i a ritme creixent després. El cost mitjà ponderat (K_0) disminueix al principi (en augmentar la proporció de fons aliens barats) i acaba per augmentar en pujar molt el cost de propis i aliens. Apareix així una **Estructura Financera Òptima**, que és el que caracteritza la postura tradicional.

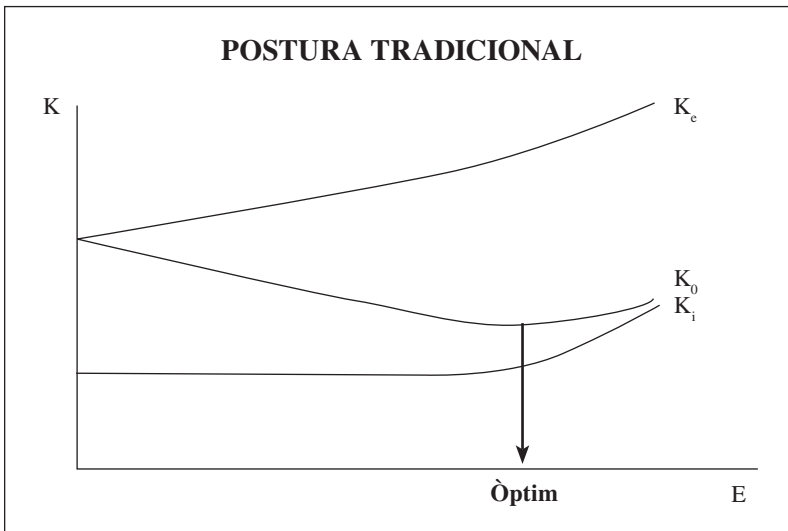


Figura 3: Postura tradicional.

La postura tradicional sembla molt sensata, i es poden fer brillants argumentacions per a justificar-la, però té almenys un problema: tal com l'hem exposat ens diu poc sobre on se situa l'òptim. Saber que existeix un òptim, però no tenir eines per a trobar-lo, és, si més no, descoratjador.

Alguns pensen que l'estructura financera mitjana d'un determinat sector tendeix a reflectir l'estructura òptima del sector, però no veiem arguments sòlids per a defensar tal postura, tret que pensem que la intuïció dels empresaris els ha dut pel camí correcte.

El 1958 Franc Modigliani i Merton Miller van plantejar la seva famosa postura de irrellevància de l'estructura financera. Tractem de veure-la intuïtivament. Sigui quina sigui l'estructura financera, el conjunt «de titulars del passiu» de l'empresa (creditors i accionistes) exigiran una rendibilitat esperada (K_0) que serà el tipus sense risc més la prima per risc, i aquest risc dependrà del negoci de l'actiu de l'empresa, no de la seva forma de finançament. Aquesta última pot influir en com es reparteixen aquest risc entre els fons propis i els aliens, però el risc del conjunt no varia i K_0 tampoc. En conseqüència, si K_i és menor que K_e , aquesta última haurà de créixer de tal manera que compensi l'avantatge d'utilitzar fons aliens més barats a l'augmentar l'endeutament, tal com pot veure's en la figura 4.

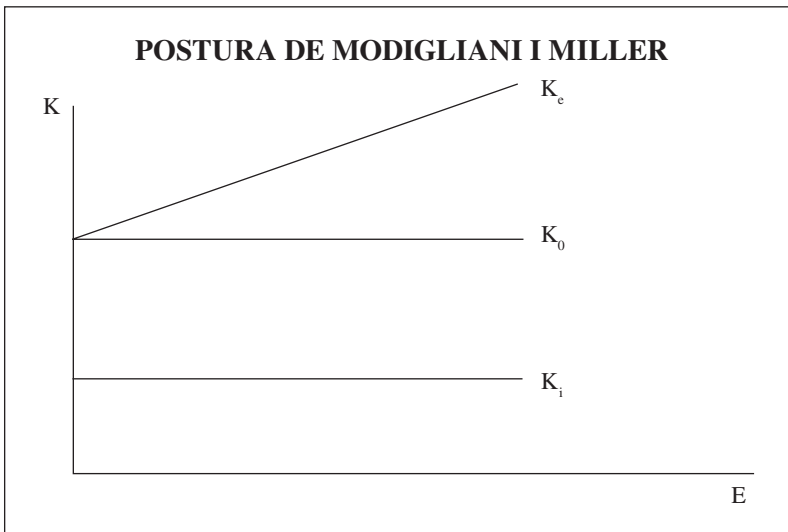


Figura 4: Postura de Modigliani i Miller.

La clau de la postura de Modigliani i Miller (també els anomenarem, per abreviar, M-M) és que K_0 és constant, si creiem que K_i creixerà per a alts nivells d'endeutament, cosa perfectament raonable, haurà d'ocórrer que K_e creixi a menor ritme, perquè K_0 es mantingui constant.

En condicions de mercats perfectes, la postura M-M és irreprotxable, i

ells mateixos la van justificar basant-se en l'arbitratge, que nosaltres podem comentar com segueix: si dues empreses amb idèntic actiu (també idèntic risc) tinguessin un K_0 diferent per tenir diferent estructura financera, en capitalitzar generacions (abans d'interessos) idèntiques a tipus diferents, valdrien diferent en el mercat; serien els arbitratgistes els que farien que els valors de dos actius idèntics s'igualesin en el mercat. És la famosa llei del preu únic.¹³

El problema consisteix a saber fins a quin punt els mercats reals se semblen o no als perfectes, i com de robust resulta el model de Modigliani i Miller.

Un element a considerar és l'aparició de la fiscalitat. Comencem pensant en l'impost de societats. Tracta de forma diferent els interessos i els dividendes. Els primers són una despesa deduïble de la base de l'impost, de manera que si l'empresa té més deute i, en conseqüència, suporta més interessos, pagarà menys impostos. Els dividendes no tenen aquest tractament, i es reparteixen després d'haver pagat els impostos. D'aquesta manera, acceptada la postura M-M del 58 en un món sense impostos, en aparèixer el de societats, una empresa amb més deute i més interessos, paga menys per aquest concepte, i, en conseqüència, reparteix més diners al conjunt del seu passiu.

La idea que K_0 és constant en un món sense impostos (punt fonamental de la postura M-M de 1958) duu a què el valor de l'empresa, *ceteris paribus*, és constant amb l'endeutament (vegeu la figura 5). Però el 1963 Modigliani i Miller comenten que en el seu treball del 58 es van equivocar, i proposen una nova fórmula per a contemplar correctament l'impost de societats. Sense entrar aquí en detalls, direm que plantegen que el valor de l'empresa creixerà proporcionalment amb el deute i que el pendent d'aquesta recta (figura 5) serà el tipus de l'impost de societats.¹⁴

El 1977 Merton Miller raona que, si s'ha arribat a una situació en què l'avantatge que tenen els interessos en l'impost de societats (IS) es compensa amb la que tenen els dividendes (i les plusvàlues) en l'impost sobre la renda de les persones físiques (IRPF), quedaria anul·lat l'avantatge del deute, i tornàrem a la situació del 58, tal com es pot veure en la figura 5.

13. Williams (1938) ja va exposar que el valor de la inversió es conserva.

14. Per a construir la figura 5 hem fet algunes simplificacions en barrejar un món sense impostos, amb un altre amb diferents impostos, com després veurem; però entenem que val la pena per la claredat expositiva.

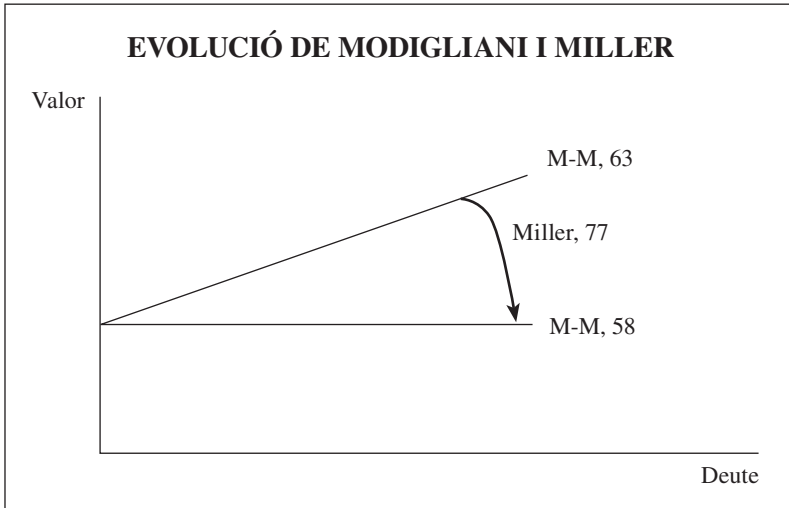


Figura 5: Evolució de Modigliani i Miller.

La possibilitat apuntada per Miller de tornar a la situació del 58 depèn, entre altres coses, dels sistemes fiscals, que per la seva enorme complexitat fan complicada la resposta (així l'IRPF espanyol ha tingut èpoques que feia això més creïble que en l'actualitat; no obstant això, amb freqüència, els accionistes no són persones físiques, sinó societats, sotmeses a l'IS, i hi ha diverses figures en aquest impost que afavoreixen molt les rendes que es reben com a accionistes). Amb tot, la postura majoritària és que, tot i considerant el conjunt del sistema fiscal, existeix un avantatge per al finançament amb deute; el que no és fàcil és quantificar-lo, i no estem d'acord amb aplicar simplement la fórmula de M-M del 63, que prescindeix d'altres impostos.

La nostra postura és que hi ha algun avantatge de l'endeutament, que fa que el valor de l'empresa creixi amb el deute, però amb menor pendent que la plantejada per Modigliani i Miller el 1963, tal com pot veure's en la figura 6. El que creiem molt difícil és quantificar amb exactitud aquest pendent.

Observi el lector que, arribats a aquest punt, estaríem defensant que l'empresa s'endeuti tot el possible, i el mateix pot deduir-se de la postura M-M del 63; cosa que, encara que per diferents motius, ens estaria retornant a la postura de palanquejament pur.

Però sembla bastant clar que un endeutament excessiu provocaria un alt risc de fallida: si les generacions de fons operatives són baixes i

estem molt endeutats, no tindrem diners suficients per a poder pagar els interessos. Això ens duria a demanar nou deute o a liquidar actius, i si la cosa no millora acabariem en fallida. Quan una empresa entra en fallida, es desencadenen una sèrie de conseqüències que perjudiquen el seu valor: costos i traves jurídiques, problemes amb els proveïdors que posaran dificultats per a abastir-la, moltes vegades tampoc els clients es troben a gust i prefereixen buscar un altre proveïdor, es poden perdre els millors empleats, liquidació d'actius a preus baixos... Molts d'aquests problemes comencen a manifestar-se quan tot just s'aprecia el perill de fallida.

És lògic, en conseqüència, que els mercats castiguin el valor d'una empresa quan el seu excessiu endeutament fa preveure un perill de fallida, i això és el que es planteja en la part dreta de la figura 6.

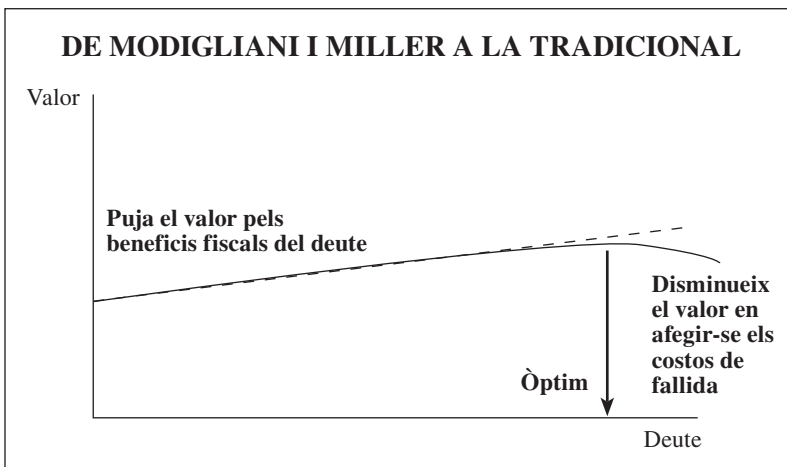


Figura 6: Modigliani i Miller i estructura tradicional.

Observi el lector que, a la vista de la figura 6, hem arribat a una estructura financera òptima, com en la postura tradicional, encara que la forma de raonament ha estat diferent. De fet ara sí que podem dir per on es troba aquesta «estructura financera òptima»: serà un punt (o una zona) on tinguem un cert endeutament per a aprofitar els seus avantatges fiscals, però que no sigui excessiu, ja que això podria dur-nos a seriosos costos de fallida.

Aquesta pot ser una versió comprensible de la postura *Trade-off*, que busca equilibrar beneficis i costos de l'endeutament: beneficis fiscals i cos-

tos de fallida en la seva versió més habitual. Però també podríem parlar d'altres costos i beneficis, com veurem en la següent secció.

Actualment, respecte al que s'ha comentat en aquesta secció, se segueix treballant en l'efecte que produeix el conjunt de la càrrega fiscal o en la valoració dels costos de fallida i, de vegades, s'afegeixen altres costos que afecten les operacions, o aspectes legals que les condicionen (com les limitacions que poden plantejar-se a l'endeutament). Un altre tema d'interès és veure com el tipus d'actius que es posseeixen afecta les pèrdues per liquidació (Brealey i Myers, 1991, pàg. 538-539), encara que aquest assumpte el tractarem més endavant. Finalment, també és interessant la possible aparició de «clienteles», que aprecien més els títols de determinades empreses, depenent, per exemple, de les seves circumstàncies fiscals.

Per a una anàlisi més detallada del que hem vist en aquesta secció recomanem al lector l'excel·lent exposició de Van Horne (1986, cap. 9), o Gómez-Bezares (2009, cap. 7).

4. Algunes postures complementàries o alternatives

En aquesta secció tractarem alguns plantejaments, en general posteriors als anteriorment comentats, que poden, de vegades, considerar-se com a complementaris del que s'ha dit fins aquí, però que també es poden interpretar com a postures alternatives a les exposades.

En concret estudiarem els efectes que tenen l'asimetria informativa i els problemes d'agència en l'estructura financera, la teoria de la «utilització jeràrquica» i la separabilitat entre les decisions d'inversió i finançament.

En el nostre sistema economicoinstitucional, sobretot al llarg del segle XX, ha anat creixent la separació entre la propietat i la gestió de les empreses. Els propietaris, els accionistes, en moltes grans corporacions, són petits inversors gens interessats en la gestió de l'empresa. En altres casos les accions estan en mans de grans fons d'inversió, que sovint tampoc no desitgen involucrar-se en la gestió¹⁵. Si a això afegim l'«Asimetria Informativa» que hi ha entre directius i accionistes (els primers saben molt de l'empresa i els segons només el que es publica), es dibuixa un panorama en el qual els directius tenen les mans bastant lliures per a prendre les decisions que considerin convenients.

15. S'usa l'expressiva frase: “nosaltres botem amb els peus”, per a fer referència que no tenen interès a votar per a canalitzar la gestió de l'empresa; si no els agrada com està gestionada, simplement se'n van, venent les accions.

No és fàcil canviar aquesta situació, ja que molts accionistes no saben (no tenen els coneixements suficients), no poden (manquen de la informació adequada, del temps necessari) o no volen (desitgen comportar-se com a mers inversors) involucrar-se en la gestió; a això podríem afegir que, de vegades, quan saben, poden i volen, els directius no els deixen (i hi ha hagut sonats casos en premsa en aquest sentit). També es pot argumentar que no seria bo que molts accionistes seguissin de prop la gestió de l'empresa: probablement resultaria car i ineficaç; fins i tot cal sospitar que els accionistes més a prop dels gestors podrien acabar privilegiant els seus interessos sobre els dels altres.

Sigui com sigui, les coses són on són, i els directius són els que dirigeixen les empreses, freqüentment amb una mínima participació en la propietat (ens referim fonamentalment a les grans corporacions). Apareix així la **Teoria d'Agència** (Jensen i Meckling, 1976) que ens explica que els directius han d'actuar com a «agents» dels propietaris, preocupant-se dels interessos d'aquests; el «Problema d'Agència» apareix quan això no és així. S'han dissenyat sistemes d'incentius i procediments de control, dins d'una àmplia literatura sobre govern corporatiu, i també es confia en el control exercit pels mercats (Fama, 1980). Amb tot, la crisi que va començar el 2007 ha posat de manifest comportaments en els que els directius s'han preocupat fonamentalment dels seus ingressos i de la seva supervivència i ho han fet poc, de vegades, per la salut financera de l'empresa o els resultats obtinguts per un anònim accionista. Podem també dir que molts directius han buscat el creixement de les seves empreses o actuar amb la màxima llibertat, no sempre en interès dels seus accionistes o de la pròpia companyia, sinó en el seu propi. I ni els sistemes legals, ni els procediments de incentivació i control dissenyats per les empreses, ni el control dels mercats, han pogut evitar molts escàndols.

Plantejat així el problema, veurem com la forma de finançament pot tenir coses que aportar en la solució del problema d'agència. Seguirem per això, en part l'interessant article d'Azofra i Fernández (1999)¹⁶. Suposem directius predisposats a buscar el creixement i la supervivència de l'empresa, diversificar i evitar el risc, emprar recursos en benefici propi..., i tot això sense pensar gaire en els interessos dels seus accionistes. Donada la situació d'informació asimètrica, es produiran problemes d'agència entre directius i accionistes, i per extensió, amb creditors i altres grups interessats. L'important és que en la forma de finançament hi pot haver senyals i incentius que mitiguin la informació asimètrica i els problemes d'agència.

16. On també es pot trobar una il·lustrativa selecció d'estudis empírics.

Des d'aquesta perspectiva, un augment de l'endeutament disminueix el flux disponible per part dels directius (perquè s'ha d'atendre el servei del deute), cosa que els suposa una «disciplina» que els dificultarà la realització d'inversions no rendibles, com pot ser el cas de creixements que no aportin valor. També suposarà un augment de la «supervisió» per part dels prestadors sobre els directius, que es traduirà en un millor acompliment. El mercat pot apreciar la concessió del préstec com un doble «senyal» de confiança: dels prestadors en l'empresa, i dels directius que entenen que seran capaços de fer front al servei del deute. A més, tindran un «incentiu» per a gestionar bé l'empresa i complir amb les obligacions contretes, ja que en cas contrari el seu prestigi, i fins i tot el seu lloc de treball, poden estar en risc.

Tot el que hem dit fa de l'endeutament una bona notícia. Després seria previsible un augment del valor de l'empresa en substituir fons propis per deute (com succeeix en la part esquerra de la figura 6). Però un endeutament excessiu duria a alts costos de supervisió, garanties..., fins i tot ingerències del prestador en l'empresa (que podria donar lloc a la zona en la qual declina el valor en la part dreta de la figura 6). El més normal és que els prestadors posin un «límit» a l'endeutament que estan disposats a facilitar, pel risc d'insolvència, per a evitar comportaments oportunistes, etc. Tinguem en compte que en una empresa molt endeutada els directius, i encara més els accionistes, poden estar incentivats a desenvolupar polítiques de molt alt risc (tal com ens explica la teoria d'opcions¹⁷): tenen poc a perdre (només els seus escassos fons propis) i molt a guanyar.

En definitiva, hem arribat, per un altre camí, a l'existència d'una estructura financera òptima, que podríem situar en aquell punt en el qual s'aprofiten tots els citats avantatges de l'endeutament, sense que aquestes pesin menys que els seus problemes; o simplement fins al punt en el qual els prestadors posin el límit.

Sobre els efectes informatius que es deriven de diferents actuacions relacionades amb l'estructura financera, en comentarem alguns més: per exemple, una ampliació de capital pot interpretar-se com un missatge de sobrevaloració (s'emet capital perquè les accions estan cares); per contra, un augment del nominal pot interpretar-se al revés. També podem preguntar-nos com afecta un repartiment de dividendes al valor del deute a llarg termini; la resposta, en principi, és complicada, perquè pot prevaler la idea que l'empresa està bé i per això reparteix dividendes, o pot prevaler la pèrdua de liquiditat que es produeix.

17. De fet hi ha una important línia d'estudi del passiu des de la teoria d'opcions.

De tot l'anterior és fàcil deduir que en un món amb problemes d'agència i asimetries informatives, els senyals que apareixen en el mercat (amb les seves possibles interpretacions) i els incentius que es creen han de ser especialment estudiats pels financers. També cal tenir en compte que els problemes d'asimetria informativa i d'agència varien molt d'unes empreses a altres: en primer lloc solen ser molt més importants en les grans empreses que en les petites, però també cal tenir en compte el tipus d'accionariat (més o menys dispers), la forma de govern, la cultura, etc. I hem de ser conscients que el que aquests problemes siguin més o menys importants pot afectar l'estructura financera.

Acabarem aquest apartat amb una reflexió sobre l'evolució de l'estructura financera òptima. Des del punt de vista del model que jugava amb avantatges fiscals del deute i costos de fallida, pensem que un millor sistema fiscal hauria de suprimir, o pal·liar tant com es pugui, la doble imposició sobre dividendes, cosa que acabaria amb els avantatges fiscals del deute; i també un mercat més transparent, més àgil, reduiria els costos de fallida. D'igual manera un mercat més transparent reduiria l'asimetria informativa i els problemes d'agència i, així, els controls, senyals i incentius provocats per l'endeutament serien menys necessaris. En definitiva, que si anem avançant cap a mercats més perfectes, també ho farem cap a la postura de Modigliani i Miller de 1958.

Un altra manera d'entendre l'estructura financera és la teoria de la «Utilització Jeràrquica» o «*Pecking Order*» (Myers i Majluf, 1984; es pot veure explicada en Brealey i Myers, 1991; i amb antecedents en Donaldson): partint de dividendes estables (tipus Lintner, 1956), es prefereix el finançament més fàcil d'obtenir. D'aquesta manera és preferit el finançament intern (autofinançament) a l'extern, i dins d'aquest, es prefereix l'emissió de deute a l'emissió d'accions. L'ordenació quedaria aleshores:

1. Autofinançament.
2. Emissió de deute.
3. Emissió d'accions.

Els gestors de les empreses es finançarien seguint aquest ordre de preferències.

Això es pot deure a un problema d'agència: els directius s'inclinen pel finançament més còmode d'obtenir, i sembla lògic que el més còmode sigui l'autofinançament; després vindria l'emissió de deute; i quedaria en últim lloc l'emissió d'accions, que se suposa que és per al que els directius haurien de donar més explicacions al mercat. Però també es pot interpretar que

els directius busquen el finançament amb menys costos d'emissió (cosa que dóna lloc a una prelación que probablement coincideix en molts casos amb l'establerta), i tenen en compte a més que dins del finançament extern l'emissió d'accions pot perjudicar la seva cotització, mentre que l'emissió de deute pot ser una bona notícia. Interpretat així, usant el *pecking order* els directius estarien actuant correctament.

Acabarem aquesta secció dedicant unes línies a la separabilitat entre les decisions d'inversió i finançament. Com diu Matsa (2010, pàg. 1197), el paradigma de les finances corporatives manté que una empresa determina la seva estructura financera òptima fent *tradeoffs* entre els avantatges impositius del deute, els costos esperats de fallida, l'impacte de la informació asimètrica, i les implicacions per als incentius dels gestors (cosa que suposa una visió ampliada del model *trade-off*, en la mateixa línia que hem vingut comentant). Però, continua afirmant David Matsa, les interaccions amb les activitats reals de l'empresa poden jugar també un paper important.

La idea que el finançament òptim és independent de la inversió, o dit d'una altra manera, que es poden separar les decisions d'inversió i finançament, està inspirada, entre d'altres, pel treball de Modigliani i Miller (1958); un dels més influents, si no el que més, en les finances corporatives. M-M, en aquest article, després de considerar irrellevant el finançament, fan una invitació a crear valor amb la inversió en la seva famosa proposició III. Pot interpretar-se que, a partir d'aquí, hi ha hagut un corrent majoritari (ben representat en els llibres de text de finances), que ha tendit a separar les decisions d'inversió i de finançament.

Però, com tots els models teòrics, aquesta postura té limitacions, i és fàcil assenyalar alguns casos en els quals caldria matisar-la. Així per exemple Gómez-Bezares, Madariaga i Santibáñez (2000) estudien com s'hauria d'analitzar una inversió quan té associat un finançament privilegiat; pot ser el cas en què el Govern, per a donar suport a la inversió en determinada activitat, ajuda els que hi inverteixen amb crèdits tous (a molt baix interès). És clar que en aquest cas la inversió i el finançament no es poden estudiar independentment.

Més general pot ser el cas de la utilització del Valor Actualitzat Ajustat (VAA), que afegeix al VAN els beneficis derivats del finançament (pot veure's comentat en Gómez-Bezares, 2010c, pàg. 236).

Una altra manera amb què la inversió pot afectar la forma de finançament es refereix a la influència que té el tipus d'actius en els costos de fallida. Una empresa amb importants actius intangibles, o tangibles però sense mercat, davant la necessitat peremptòria de liquidar-los, pot

tenir moltíssimes pèrdues. Això aconsellarà que les empreses amb aquestes circumstàncies tinguin menys endeutament (per a córrer menors riscos de fallida); també és fàcil que tinguin majors dificultats perquè els prestin.

Novament es podria citar aquí el treball de Matsa (2010), que suggereix que les empreses estarien incentivades a endeutar-se, per a tenir menys disponibilitat de diners a causa del servei del deute, i frenar així les demandes laborals dels treballadors. Després tornarem a comentar-ho.

Copeland, Weston i Shastri (2005, pàg. 588) comenten que una assumptió fonamental del model M-M és que l'estructura financera no afecta a les generacions de fons operatives, i això fa uns quants anys que s'està posant en qüestió. Pensem en una cadena de botigues que, per causa de la seva estructura molt endeutada, comencessin a no servir-li determinats proveïdors. Això es traduiria en una menor varietat de productes en les seves prestatgeries, menys atractiu per als clients, menys vendes, i menys generacions de fons operatives. Pot ser un cas on la forma de finançament acaba per afectar els resultats de la inversió.

Un últim exemple el podem extreure del comentat sobre la teoria d'agència. Si suposem, com anteriorment hem proposat, que un cert endeutament incentiva els directius a gestionar els actius amb més diligència, aquesta forma de finançament es traduirà en una millor gestió de la inversió, i en majors generacions de fons operatives. Tot l'anterior és lògic, i es podrien posar més exemples, però la nostra postura, tant en cursos de grau com de postgrau, ha estat i és explicar separatament les decisions d'inversió i les de finançament, que queden entrelaçades en utilitzar el cost mitjà ponderat (K_0) com a tipus de descompte en valorar la inversió. Pensem que raons didàctiques aconsellen fer-ho així. Això no és obstacle perquè també comentem en els citats cursos qüestions com les abans esmentades, que il·lustren els assistents sobre l'alta complexitat de la realitat economicofinancera.

A més del suport amb la bibliografia citada, aquesta secció pot completar-se en Gómez-Bezares (2010a); treball en el qual, en part, està inspirada.

5. Algunes idees i contrastacions recents

Resumirem a continuació alguns contrastos empírics recents sobre el finançament empresarial. El primer que hem de dir és que des de les pri-

meres contrastacions realitzades (com la de Modigliani i Miller, 1958), fins a l'actualitat, l'evidència empírica no ens ha donat prou llum sobre el problema que hem estat tractant.

Fama i French (1998) arriben a la conclusió que el valor està negativament relacionat amb el deute, cosa que contradiu la hipòtesi que l'endeutament és beneficiós pels seus avantatges fiscals. Nosaltres pensem que aquest resultat podria justificar-se pel risc de fallida o per la previsió de conflictes d'agència amb els creditors.

Fama i French (2002a) plantegen una visió ampliada dels models *trade-off* i *pecking order*. El *trade-off* busca el finançament òptim en l'equilibri dels costos fiscals, els costos de fallida, problemes d'agència, informació asimètrica i costos de nou finançament. Respecte al *pecking order*, l'abans comentat, però caldria fixar-se també en les inversions futures, que si són altes poden donar lloc a un endeutament baix actual, per a tenir recorregut. Entre les seves conclusions podem trobar que les empreses més rendibles estan menys endeutades (contrari a *trade-off*), o que hi ha importants emissions de capital per part de petites empreses de creixement i poc deute (contrari a *pecking order*). Fama i French creuen que hi ha bastants prediccions comunes a *trade-off* i *pecking order* que es compleixen bastant bé, però no està clar que la raó sigui l'apuntada per les teories.

Fama i French (2005) observen que les empreses emeten o retiren capital amb gran facilitat, cosa que aniria en contra de les prediccions del model *pecking order*.

Byoun (2008) estudia com les empreses van ajustant la seva estructura financera, depenent de si tenen dèficits o superàvits. En el primer cas procuren augmentar el deute, sempre que no estiguin gaire endeutades; els superàvits s'utilitzen sobretot per a disminuir el deute quan aquest és excessiu (encara que tampoc creu que es faci seguint la teoria tradicional del *pecking order*).

Leary (2009) analitza com les empreses que depenen dels bancs per a funcionar, modifiquen el seu *leverage* segons les condicions del mercat bancari: una contracció en la disponibilitat de crèdits bancaris els duu a disminuir el seu *leverage* (i a l'inrevés), respecte a les empreses que tenen accés al mercat de bons. Veiem així que les friccions en el mercat de finançament afecten l'estructura financera.

Chang i Dasgupta (2009) després de constatar que el model *trade-off*, que analitza diferents avantatges i inconvenients del deute, ens duu cap a una estructura financera òptima, es pregunten si realment les empreses prenen les seves decisions sobre estructura financera amb l'objectiu

d'arribar a aquesta hipotètica ràtio ideal d'endeutament. Els contrastos d'aquesta idea, que ha estat central en la teoria financera que estudia la composició del passiu, poden en molts casos, segons el parer dels autors, ser discutibles.

La teoria financera, pel que fa al finançament, manté que la rendibilitat esperada de les accions creix amb el palanquejament. Tal com hem argumentat amb anterioritat, una empresa més endeutada fa que els fons propis corrin major risc i, per això, han d'esperar una major retribució. Sobre aquesta idea es construeix l'estructura financera òptima, tal com l'hem vist, de la postura tradicional, i resulta necessària en el plantejament original de Modigliani i Miller. Gomes i Schmid (2010, pàg. 467) afirmen que els textos estàndard de finances proposen que un augment en el *leverage* directament augmenta el risc dels fluxos per als accionistes, cosa que els fa augmentar la taxa de rendibilitat requerida, el que nosaltres hem denominat el cost dels fons propis. Com segueixen comentant Gomes i Schmid, aquesta idea (que ells qualifiquen de sorprenentment simple) s'ha demostrat poderosa, i ha estat usada per multitud d'investigadors i *practitioners* per a estudiar les rendibilitats i mesurar el cost de capital. No obstant això Gomes i Schmid opinen que la relació entre *leverage* i rendibilitat dels fons propis té, com a molt, un èxit empíric modest.

Gomes i Schmid (2010) pensen que la relació comentada és més complexa que el que proposen els llibres de text, i depèn de les oportunitats d'inversió de l'empresa. Afirmen que, normalment, hi ha una relació entre *leverage* i inversió, i així les empreses molt endeutades solen ser empreses madures, amb més actius segurs, i menys oportunitats arriscades de creixement.

A la vista d'aquesta última idea de Gomes i Schmid, proposem al lector que justifiqui aquest fet sobre la base del model *trade-off* i el *pecking order*, tal com els proposaven Fama i French (2002a) i hem comentat unes línies més amunt. Aquest exercici pot servir per a veure com similars fets poden ser interpretats de manera diferent, i la complexitat del problema de verificar empíricament els temes referits al finançament. En tot cas sí que volem constatar que, en l'actual teoria financera, considerem absolutament fonamental la relació entre el cost dels fons propis i l'endeutament, i pensem que, de cap manera, no ha estat rebutjada empíricament (Gómez-Bezares, 2006, cap. 6).

Matsa (2010) manté que l'estructura financera pot ser usada pels responsables de l'empresa per a ajudar a les seves activitats operatives. Quan la política de finançament afecta la posició competitiva en els mercats de

productes o d'*inputs*, pot usar-se el deute, estratègicament, per a influenciar la conducta de clients i proveïdors. L'autor es fixa en un proveïdor concret, els treballadors organitzats. És possible que les empreses utilitzin el deute per a tenir més força negociadora amb els sindicats? La resposta de David Matsa és que pot ser que sí. Les empreses poden endeutar-se més per a, en les seves negociacions amb els sindicats, al·legar que el servei del deute els impedeix accedir a les seves reivindicacions salarials. Les empreses poden estar incentivades per a no mantenir una alta liquiditat, que les protegiria enfront de circumstàncies adverses, o per a endeutar-se fortament, per a millorar la seva posició negociadora amb els sindicats. La conclusió de l'estudi (pàg. 1228) és que «la negociació col·lectiva augmenta el *leverage* financer». Comenta, a més, casos d'empreses on la força dels sindicats els ha pogut dur a la fallida (tal vegada van adoptar estructures financeres massa arriscades), o el testimoni d'un sindicalista que es queixa que el problema per als treballadors és el cost dels interessos.

Algunes idees d'aquesta secció, i en general de tot l'article, poden ampliar-se en Gómez-Bezares (2009, cap. 7, i 2010c, tema 7).

6. Conclusions

En el cinquantenari del famós article de Franc Modigliani i Merton Miller (1958) es van escriure treballs, es van donar xerrades... recordant la seva aportació a les finances corporatives, que avui no s'ha de discutir. Kashyap i Zingales (2010), per exemple, els consideren els fundadors de les modernes finances corporatives. La seva aportació inicial, juntament amb altres treballs posteriors d'indubtable rellevància, els col·loquen, sens dubte, en aquest escollit grup d'autors que van crear, entre principis dels cinquanta i meitat dels setanta (del segle XX), les modernes finances: el paradigma dels setanta. Però les ironies del destí han fet que aquest cinquantenari coincideixi amb la major crisi financera des del crack de 1929; precisament una crisi en la qual, com diuen Kashyap i Zingales (2010, pàg. 303), s'ha posat de manifest que «l'estructura financera importa».

Sens dubte, estructures molt endeutades, i riscos excessius, han posat l'economia mundial a la vora del precipici, però no creiem que això contradigui l'essencial de la postura M-M, i el seu missatge per a les finances corporatives: no és fàcil crear valor amb la forma de finançament i sí que n'hem de crear amb la inversió.

Al llarg d'aquestes pàgines hem tractat de resumir, amb el suficient rigor, però cuidant la claredat expositiva, el que la teoria financera ens pot aportar sobre el finançament empresarial. Hem vist, per a això, les diferents idees que s'han anat manejant, i el lector ha pogut fer-se una idea total del que se sap avui. Després d'una breu referència a les primeres anàlisis sobre el finançament, hem estudiat el cost dels fons. Hem vist així la importància del concepte i les seves dificultats de càlcul, sobretot per al cas dels fons propis. A continuació hem entrat en un dels majors problemes de les finances corporatives: existeix una estructura financera òptima? I si existeix, com podem saber on és? Com prenen les empreses les seves decisions de finançament? Encara que hi ha un important treball teòric per a sustentar els nostres raonaments, les respostes a les preguntes anteriors estan lluny de respondre's de forma concloent, i no s'albira una solució a l'horitzó.

Hem repassat les postures de Modigliani i Miller, el model *trade-off*, els efectes de la informació asimètrica i de la teoria d'agència, el model *pecking order* i les dificultats de la separació entre inversió i finançament. Totes les teories exposades tenen la seva base de raó, i segur que ens il·lustren adequadament sobre «una part de la realitat», però no sobre «tota la realitat». Hem tret el cap per acabar a algunes contrastacions empíriques recents, amb l'esperança de trobar una major llum, però la veritat és que l'evidència empírica més actual no és concloent (com tampoc no ho era l'anterior), i ni protegeix una teoria ni llença definitivament altra; encara que ens proporciona algunes idees interessants.

Davant d'aquesta situació, nosaltres solem comentar als nostres alumnes de grau i postgrau (o a empreses amb les quals hem col·laborat), que han de ser conscients de la complexitat del problema i que la solució no és fàcil. Per això no poden pretendre que algú els doni una xifra exacta amb la seva estructura financera òptima. Nosaltres pensem que la postura d'equilibri entre avantatges i desavantatges de l'endeutament (model *trade-off*) pot estar bastant encertada, però no és fàcil arribar per aquí a una xifra exacta.

Per insistir en la complexitat del problema, el lector serà segurament conscient que encara que en l'article hem parlat de fons propis i fons aliens, la realitat és més complexa, i pot haver productes diferents dins d'aquestes dues categories. Tampoc no hem tocat altres temes interessants, com la «hipòtesi d'expropiació dels creditors», les anàlisis des de les finances de la conducta, etc., però no hem d'allargar més aquest treball.

Una altra font de complexitat és la dificultat de les contrastacions empíriques, que es troben amb problemes com que la divisió entre fons propis i aliens no és tan meridiana, ni es tracta de dos conjunts homogenis; d'altra banda, els canvis en l'estructura financera solen anar acompanyats d'inversions o desinversions, de manera que és difícil atribuir a qui es deu l'augment o la disminució de valor. A més, un mateix resultat empíric pot tenir diferents interpretacions.

Tornant a la crisi financera, hem de recordar que les crisis han deixat, freqüentment, un record molt dolent de l'endeutament en bastants empresaris (i en molts particulars); no seria estrany que visquéssim, almenys en la post-crisi, una nova aversió a l'endeutament. De fet, moltes empreses, situades en sectors problemàtics, han sobreviscut gràcies a tenir estructures molt poc palanquejades; i encara més, bastants han pogut millorar la seva competitivitat per poder afrontar inversions que no podia fer la seva competència.

Pot ocórrer que un responsable financer no trobi gaire llum, per al seu cas, en les nostres ja extenses argumentacions, o simplement que es declari un fervent seguidor de M-M (1958); també pot ser més moderat, i pensar que si hi ha algun avantatge en la forma de finançament, fins a on sabem i en la majoria dels casos, sembla petit (postura a la qual amb gust ens sumaríem); en aquesta situació podria raonar sobre la base d'altres arguments: podrà endeutar-se quan consideri el deute més accessible en moments de creixement; o preferirà créixer amb fons propis si els accionistes accepten renunciar als dividendes. Aquí poden jugar les consideracions fiscals quan dividendes i plusvàlues tinguin un tracte diferent; també l'estabilitat dels resultats de l'empresa jugarà el seu paper: una empresa amb resultats molt variables tindrà més problemes si s'endeuta molt, i haurà d'evitar el perill de fallida. Veiem que, en definitiva, es barrejaran qüestions d'«oportunitat», «característiques» de l'empresa, etc.

Acabarem així recordant que, d'alguna manera, hem recuperat les velles idees de Dewing (1920), i que, en aquest tema, encara que sabem bastantes coses, encara ens en queden moltes per aprendre.

Referències bibliogràfiques

- AZOFRA, V. i 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. i 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. i 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. i 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. i FRENCH, K.R. (1998) «Taxes, financing decisions, and firm value», *Journal of finance*, 53(3), pp. 819-843.
- FAMA, E.F. i 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. i FRENCH, K.R. (2002b) «The equity premium», *Journal of finance*, 57(2), pp. 637-659.
- FAMA, E.F. i 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, Nova York.
- GOMES, J.F. i 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. i SANTIBÁÑEZ, J. (2000) «Algunas relaciones interesantes entre inversión y financiación», *Harvard-Deusto finanzas & contabilidad*, 37, pp. 48-59.
- GORDON, M.J. i 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. i 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. i 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. i 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. i 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. i 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.

ACCID

Associació
Catalana de
Comptabilitat i
Direcció

Associació Catalana de Comptabilitat i Direcció

Edif. Col·legi d'Economistes de Catalunya

Pl.- Gal·la Plàcida 32, 4^a planta - 08006 Barcelona

Tel. 93 416 16 04 extensió 2019

info@accid.org - www.accid.org- @Associacio ACCID