

Present i futur de les finances.

Situació i perspectives de les finances a principis del segle XXI

FERNANDO GÓMEZ-BEZARES
Universitat de Deusto

Resum

Les finances s'han desenvolupat molt al llarg del segle XX, i va ser concretament entre principis dels cinquanta i finals dels setanta quan aquest desenvolupament va arribar a ser vertiginós, donant lloc al paradigma dels setanta, que ha marcat la investigació, la formació i la pràctica financera des d'aleshores. Aquest article pretén comentar al lector les novetats que han anat apareixent posteriorment, centrant-se, de manera especial, en els deu últims anys, amb temes com finances corporatives, eficiència dels mercats o valoració d'actius; i també la relació de les finances amb els temes de bon govern, els sistemes legals i culturals o l'ètica; per a acabar el treball citant altres temes que són i seran d'interès. L'autor creu que la crisi que estem vivint ha de fer replantejar-se bastants temes en finances, com l'excessiva influència anglosaxona.

Paraules clau

Finances, paradigma dels setanta, eficiència, valoració.

Abstract

Finance has evolved greatly over the twentieth century, and was specifically between the early fifties and late seventies when this development became vertiginous, leading to the paradigm of the seventies, which has marked since then the research, training and financial practice. This paper aims to discuss the innovations that have emerged subsequently, especially focusing in the last ten years, with issues such as corporate finance, market efficiency and asset valuation, and also about the relationship between finance and issues of good governance, legal and cultural systems or ethics; to finish the job by mentioning other issues that are and will be of interest. The author believes that the crisis we are experiencing must make us to reconsider many issues in finance, such as the excessive Anglo-Saxon influence.

Keywords

Finance, paradigm of the seventies, efficiency, valuation.

1. Introducció

Les finances, com a disciplina acadèmica, amb les seves corresponents implicacions en la pràctica financera, han complert una mica més de cent anys. Si bé hi ha hagut activitat financera des de temps molt remots, fou en el pas entre els segles XIX i XX quan va començar a construir-se un cos de doctrina autònom, que s'ha anat desenvolupant i aplicant fins als nostres dies.

L'objectiu del present treball és fer un brevíssim repàs d'aquests una mica més de cent anys d'història, explicant el que les finances han anat aportant, per a entrar amb una mica més de detall en els problemes als que en aquest moment s'enfronta. Per a això faré una relació d'alguns dels autors més importants del segle XX i dels temes i solucions que han anat proposant, per a després centrar-me en certes qüestions que estan entre les més rellevants per a les finances dels deu últims anys. Sens dubte no podré ser exhaustiu en la meua relació, però confio que pugui aportar al lector un «panorama» suficientment representatiu. L'article acabarà amb la meua visió de cap a on haurien de caminar les finances els pròxims anys.

Els professors de finances tenim entre les nostres obligacions llegir

amb regularitat les revistes científiques més representatives del nostre camp, com poden ser el *Journal of Finance* o el *Journal of Financial Economics*, entre altres (sense oblidar en el nostre cas les revistes espanyoles), també assistir a congressos i reunions científiques, així com estar al cas de l'actualitat financera d'empreses i mercats. Precisament un resum d'aquest seguiment conformarà una part important d'aquest treball. I la realitat que ens envolta al començament de 2009 és d'una profunda crisi que va començar el 2007 i es va agreujar el 2008. No és el moment d'analitzar aquesta important crisi (pot veure's, per exemple, Amat (2008)) però, sens dubte, és una crisi amb un component financer molt important: crisi de les hipoteques *subprime*, de liquiditat, bancària... A més ha estat una crisi originada en el primer món (Estats Units), i que ha posat en dubte moltes de les institucions financeres tant domèstiques com supranacionals. La literatura financera de caràcter científic encara es mou en els temes precrisis, però alguna cosa haurà de dir sobre per què es va arribar on es va arribar, com sortir d'aquestes situacions i com evitar que torni a succeir. Crec que aquesta crisi, com ho va fer la de 1929, haurà de marcar el desenvolupament financer en els pròxims anys.

2. Del naixement a la consolidació⁶

Com ja he dit, les finances neixen a cavall entre els segles XIX i XX i són, tant pel seu origen com pel seu desenvolupament, bàsicament anglosaxones, i més específicament nord-americanes. En el seu esdevenir com a disciplina científica podem distingir una primera època, que arriba fins a mitjans del segle XX, i sol denominar-se «enfocament tradicional de les finances», representada per obres com les de Dewing i Gerstenberg. Aquesta visió tradicional es caracteritza per l'èmfasi descriptiu, però va posar les bases de part del desenvolupament posterior.

És a partir de 1950 quan es construeix l'«enfocament modern de les finances» de la mà d'autors com Markowitz, Tobin, Modigliani, Miller, Sharpe, Arrow, Debreu, Hirshleifer, Lintner, Jensen, Fama, Roll, Black, Scholes, Merton, Ross... Durant vint-i-cinc anys se succeeixen aportacions

6. En aquest apartat, en el que donaré un repàs a l'evolució de les finances fins que es van consolidar en els anys setanta del passat segle, seguiré bàsicament Gómez-Bezares (1995). Allà pot trobar el lector nombroses referències dels autors i treballs citats, que no reproduïxo aquí per no fer la bibliografia massa abundant. Es pot veure també Gómez-Bezares (2009).

d'enorme importància: la teoria de cartera, l'estudi sobre la composició del passiu i sobre la política de dividends, la teoria sobre la preferència d'estat, els diferents models de valoració d'actius, la teoria d'agència i l'estudi sobre els problemes de la informació asimètrica, l'eficiència en els mercats de capitals, la teoria d'opcions...

A més dels autors citats anteriorment, n'existeixen molts altres que, tal vegada sense fer aportacions en aquest camp tan transcendents com els anteriors, mereixerien ser recordats. Pot ser el cas dels que van impulsar en els anys cinquanta i seixanta els criteris de decisió d'inversió en certesa (com Lorie i Savage) o en risc (com Hillier, Hertz o Magee), que van ser precursors de l'ús de tècniques molt utilitzades posteriorment, com la simulació (Hertz) o els arbres de decisió (Magee), on es plantegen problemes que avui resollem amb opcions reals.

Les finances, que inclouen les finances corporatives, les finances de mercat i les finances de les institucions financeres (banca, assegurances, etc.)⁷ tenen a finals dels setanta un sòlid cos de doctrina, caracteritzat pel desenvolupament d'elegants models econòmics, amb una forta base quantitativa, que posteriorment es contrasten en els mercats per a acceptar-ne la validesa, i donen lloc al que he denominat «paradigma dels setanta» (Gómez-Bezares, 1995).

A la figura 1, pot veure's que el paradigma té la seva base en el mètode d'investigació (es construeixen models, simplificacions de la realitat, per a després contrastar-los); després hi ha una sèrie de pilars fonamentals, dels que a la figura n'he seleccionat dos: l'eficiència i els models de valoració, és a dir, els mercats valoren correctament (eficiència) i ho fan segons uns models (principalment el CAPM, encara que també l'APT). En aquest context els mercats financers funcionaran correctament, i les empreses tractaran de prendre les decisions d'inversió i finançament (on incloc la decisió sobre dividends) que maximitzin el seu valor en el mercat: el seu «objectiu financer». A tot l'anterior podem afegir la utilització del criteri de caixa i el desenvolupament de les tècniques d'anàlisi i projecció (molt relacionades amb la comptabilitat), per a tenir els elements fonamentals del que eren les finances fa trenta anys.

7. Encara que tot està molt relacionat, i pot parlar-se de finances en general.



Figura 1: Paradigma dels Setanta.

3. Desenvolupaments del paradigma i primeres dissidències

Al meu entendre (podem veure, per exemple, Amat (2008)) el paradigma dels setanta ha evolucionat poc, cosa que no vol dir que no s'hagi anat desenvolupant, sinó que els seus elements fonamentals s'han mantingut. Això pot comprovar-se comparant les edicions del Brealey i Myers⁸ de 1981 i 2002. A les finances empresarials potser els avanços més importants hagin vingut de la utilització d'opcions reals, de l'ús de models de valoració més sofisticats, de models de control de riscos, així com de desenvolupaments sobre la base de la teoria d'agència i la informació asimètrica, sobretot per a les polítiques de finançament i dividends (no entro en més detall perquè ja ho he desenvolupat recentment a Gómez-Bezares (2008)).

Respecte al nucli del paradigma, tal com apareix a la Figura 1, després de diversos resultats encoratjadors al voltant de 1970, ha estat fortament

8. Un text habitual en la formació en finances.

atacat⁹: múltiples treballs han desafiat l'eficiència, apareixent «anomalies» com l'efecte gener, les sobrerreaccions i infrarreaccions, relacionat tot això en general amb l'eficiència feble, encara que també apareixen altres comportaments que semblen irracionals (com aparents modes), o el problema del *insider trading* (tot això permetria obtenir rendibilitats extraordinàries en fer-se les cotitzacions (d'alguna manera) previsibles). Els models de valoració també han sofert importants atacs, sobretot el CAPM (que suposa que la rendibilitat esperada és funció del risc sistemàtic mesurat per beta), des de la seva «incontrastabilitat», fins a la baixa capacitat explicativa de beta o la capacitat explicativa de les variables fonamentals, que representen noves «anomalies» del paradigma. També hem de considerar un atac més global (que podria ser la causa de moltes de les anteriors anomalies): molts pensen que els agents no sempre són racionals, més aviat són bastant irracionals, cosa que ens duria a les «finances de la conducta», de les que parlarem més endavant. He tractat de reflectir això a la figura 2.

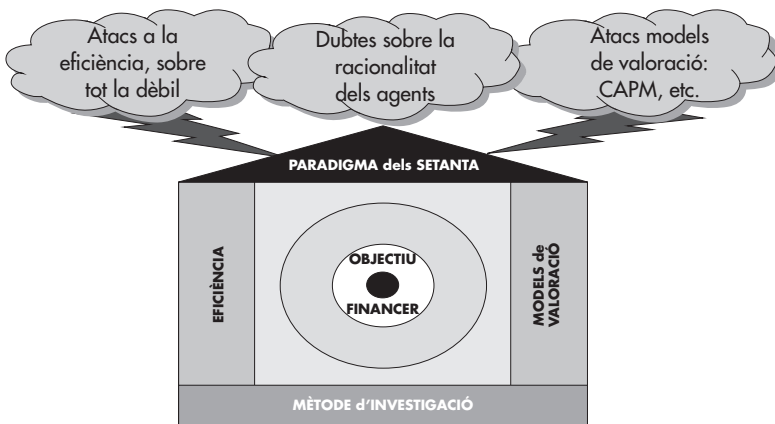


Figura 2: Atacs al Paradigma dels Setanta.

Els defensors del paradigma tracten d'explicar les anomalies, adduint que no estan prou provades o que no és fàcil explotar certes ineficiències a causa dels costos de transacció: si fossin tan clares i importants com diuen alguns treballs per què no s'exploten, comprant el que se sap que pujarà i viceversa?; respecte a la capacitat explicativa de les variables fonamentals

9. Un ampli resum pot veure's en Gómez-Bezares (2000), sobretot caps. 2, 8 i 9.

(greu problema del CAPM), al·leguen que bé poden representar factors de risc complementaris o alternatius a la beta. També cal reconèixer que l'aparell econòmic que s'utilitza en els contrastos per a trobar les anomalies és freqüent blanc de crítiques. Però si critiquem això fortament, estaríem minant la base del paradigma, en no poder contrastar els models.

Davant aquesta situació, crec que podem simplificar, organitzant els professors i investigadors en finances en tres tribus:

Els **neoclàssics**: parteixen de la teoria econòmica i solen parlar d'«economia financera», per a construir models de tall neoclàssic. Creen models elegants, usen abundant aparell quantitatiu, i se situen freqüentment lluny de la realitat. Entre els seus components es troben els grans defensors del paradigma eficiència-CAPM, i encara que accepten l'existència d'anomalies, esperen trobar-los explicació racional, o anar adaptant els models per a anar-les explicant. Aquí podria enquadrar-se el nucli investigador més prestigiós.

Els **partidaris del paradigma d'agència**: creuen que el que anem aprenent sobre la relació d'agència i la informació asimètrica ha desbordat el paradigma neoclàssic, donant lloc a un nou paradigma. Alguns parlen de finances organitzacionals, i busquen una nova teoria de la firma.

També volen aprofundir en el comportament humà (desconfiant de la pura racionalitat que suposen els neoclàssics), i per això són partidaris de les finances de la conducta i de les finances experimentals. També solen ser partidaris de l'institucionalisme. Aquí podria enquadrar-se una important part de la dissidència.

Els **seguidors del paradigma dels setanta**: accepten l'important llegat de les finances de la primera meitat del segle XX i abracen amb entusiasme els avanços de l'enfocament modern de les finances, on inclouen el paradigma eficiència-CAPM, però també la teoria d'agència, les opcions, etc. Mantenen el contacte amb la comptabilitat, el dret i la realitat de l'entorn, i se centren en inversió i finançament. És el plantejament típic dels llibres més coneguts de finances com Brealey i Myers (2002), Damodaran (2001) o Gómez-Bezares (2009).

Si acceptem com a representatius de les finances els manuals recentment citats, podríem concloure que les finances dels últims trenta anys han estat bàsicament l'estudi del valor, i la presa de decisions sobre la base dels seus efectes en el valor, i això ha caracteritzat les finances corporatives, com també ho ha fet amb les finances de mercat o amb les de les institucions financeres¹⁰.

10. Aquesta idea la va plantejar el professor Juan Mascareñas en una reunió de professors de finances al desembre del 2006, i em sembla molt adequada.

El lector, en arribar a aquest punt, pot pensar que la meua opinió és que les finances, des dels anys setanta del passat segle, han avançat poc, i això no és exacte. Crec que els vint-i-cinc anys que passen des de principis dels cinquanta fins a finals dels setanta són d'un avanç espectacular, difícilment repetible en bastant temps, i que en els últims trenta anys hem anat estudiant, millorant, contrastant i aplicant els models a molt diferents realitats, alhora que s'anaven construint nous models, i això té un gran valor, encara que crec que no s'ha produït una ruptura del paradigma dels setanta.

4. Algunes novetats

L'objectiu d'aquest apartat és relatar al lector algunes novetats interessants dels últims anys, i ho dividiré en tres subapartats referits a finances corporatives, eficiència i models de valoració.

4.1. Novetats en finances corporatives

Com ja he comentat en una nota anterior, aquest tema l'he desenvolupat recentment en Gómez-Bezares (2008) i, per això, que només citaré algun treball que ens serveixi per a situar-nos en alguns dels temes d'investigació que actualment interessen en aquest camp. Així per exemple Byoun (2008) estudia com les empreses van ajustant la seva estructura financera, depenent de si tenen dèficits o superàvits; en el primer cas tracten d'augmentar el deute, sempre que no estiguin molt endeutades, els superàvits s'utilitzen sobretot per a disminuir el deute quan aquest és excessiu (encara que tampoc no creu que es faci seguint la teoria tradicional del *pecking order*).

La discussió sobre l'estructura financera entre les diverses teories segueix sense estar clara (Gómez-Bezares (2008)), i jo, mig de broma, mig de debò, solc dir als meus alumnes quan acabo d'explicar-los les diferents teories, contrastos, etc. sobre l'estructura financera, que han d'aprendre tres coses:

- Primer, que això no està clar; i això és important saber-ho per si algú els hi vol «vendre» com una cosa resolta.
- Segon, que probablement no és gaire important; ja que conforme els mercats avancen a disminuir imperfeccions, a augmentar la

transparència, a funcionar millor, la discussió sobre l'estructura financera hauria de perdre importància. La clau haurà d'estar cada vegada més en la inversió.

- I tercer, que en tot cas les teories existents poden ajudar-nos a prendre les decisions de finançament més correctes.

Respecte als dividendes és sorprenent l'estudi de Li i Zhao (2008) on conclouen que hi ha una relació negativa entre l'asimetria informativa de les empreses i els dividendes, cosa que va en contra d'una de les teories més assentades en aquest tema com és el valor informatiu dels dividendes.

Brav, Graham, Harvey i Michaely (2008) estudien la importància que tenen els tipus impositius sobre dividendes per als petits inversors en la política de dividendes de les companyies, i arriben a la conclusió que són d'una importància secundària.

En definitiva, continuem discutint sobre temes semblats des de fa bastants anys: valor informatiu dels dividendes, efectes del sistema fiscal i d'altres imperfeccions sobre la política de dividendes, etc.

Deixo com a exercici per al lector l'adaptació de les tres lliçons que s'han d'aprendre sobre l'estructura financera, a les que acabo de referir-me, al cas dels dividendes, atès que la situació és molt similar. Sembla que ha d'ocórrer, i aquesta idea la ressalto sempre als meus alumnes de grau i postgrau, que la decisió fonamental en les finances corporatives ha de ser la decisió d'inversió.

4.2. Novetats amb l'eficiència

Un element fonamental del paradigma dels setanta, tal com vèiem a la Figura 1, és el concepte d'eficiència, que podem resumir que els preus dels actius que es cotitzen en els mercats, com per exemple les accions, recullen tota la informació disponible i, en conseqüència, estan ben valorats, o, el que és similar, amb la informació existent no es pot batre el mercat (obtenir una millor combinació rendibilitat-risc que la mitjana del mercat). Aquesta idea és realment important en les finances actuals, i com diuen Dimson i Mussavian (1998) aquest concepte és utilitzat per tots els professionals de les finances. El treball de Dimson i Mussavian (1998) representa un molt bon resum sobre el concepte i principals estudis sobre l'eficiència al llarg del segle XX, cosa que també pot trobar-se en Gómez-Bezares (2000). Per això, en les novetats respecte a l'eficiència em referiré fonamentalment al que ha ocorregut en els deu últims anys.

Entre les idees plantejades per Dimson i Mussavian (1998) m'agradaria destacar que aquests autors es mostren, bàsicament, d'acord amb l'eficiència (com continuen fent la gran majoria dels acadèmics), cosa que no impedeix que existeixin algunes petites ineficiències. També em semblen destacables les seves argumentacions sobre si l'excés de volatilitat en els preus pot interpretar-se com un signe d'ineficiència, tal com postulen amb freqüència tant acadèmics com professionals. Per a molts, les fortes reaccions dels mercats, moltes vegades amb baixades espectaculars, demostren la ineficiència dels mercats, atès que els inversors no haurien de vendre a aquests preus tan baixos si esperen que els preus es recuperaran en el futur; però, com es dedueix de Dimson i Mussavian (1998), els que així raonen sembla que s'obliden que els mercats també podrien no sobreviure a una gran crisi, perdent els inversors pràcticament tot el que tenien invertit. Analitzades les coses a posteriori pot semblar-nos que els mercats van tenir una gran volatilitat en la primera gran crisi que vam patir a principis del segle XXI (la bombolla de les puntcom), però no ens recordem de les empreses que han fet fallida (davant les quals la volatilitat estava justificada) o dels mercats que, al llarg de la història, pràcticament han desaparegut (per exemple per una cadena de fallides o d'expropiacions); i l'existència de tals possibilitats pot justificar una alta volatilitat a priori.

Com moltes vegades indico als meus alumnes, i també recullen Dimson i Mussavian (1998), quan vam analitzar els resultats dels inversors (per exemple el premi per risc que s'ha aconseguit en el segle XX) solem fixar-nos en l'obtingut a la Borsa de Nova York, sense recordar-nos de tots els mercats als que els ha anat molt pitjor o fins i tot han desaparegut (cometem així un biaix de supervivència).

Els més oposats a la idea d'eficiència s'agrupen majoritàriament entorn de les denominades «Finances de la Conducta», que traduïm des de *Behavioral Finance*. La idea principal és que la suposada racionalitat dels inversors és discutible, i que es produeixen biaixos sistemàtics en l'ús de la informació, donant lloc, per exemple, a sobrerreaccions, amb pujades o baixades excessives en els preus. Ha anat apareixent així una molt abundant literatura com el número del *Financial Analysts Journal* (1999), Shleifer (2000) o Hirshleifer (2001).

La veritat és que, com he indicat abans, hi ha una sèrie molt important d'anomalies: desviacions respecte al paradigma eficiència-CAPM, que han donat lloc a una abundant literatura, que alguns identifiquen amb el *Behavioral Finance*. Frankfurter i McGoun (2001), després de reflectir que per a molts existeix aquesta identificació, es queixen que el citat paradigma hagi de ser acceptat, encara que no pugui validar-se empíricament.

Gómez Montejo (2009), després de comentar els èxits de la gestió passiva (comprar i mantenir una cartera que replica un índex), cosa que és un argument molt important a favor de l'eficiència, fa un repàs a les anomalies existents, que representen desafiaments a la idea d'eficiència, i l'aprofitament de la que podria justificar la gestió activa de carteres.

Entre les moltes anomalies comentades en els últims anys, en citaré dues que poden resultar curioses. Així, Hirshleifer i Shumway (2003) contrasten que un matí assolellat afecta les rendibilitats, en un estudi a través de 26 països. Els psicòlegs saben que un temps assolellat afecta l'humor, i, en conseqüència, sembla lògic que des de la perspectiva de les finances de la conducta, pugui afectar les cotitzacions, encara que això no sigui compatible amb la pretesa racionalitat dels inversors en què es basa l'eficiència. Amb tot, Hirshleifer i Shumway (2003) reconeixen que per a explotar aquest tipus d'anomalies caldria realitzar freqüents transaccions, i que els costos de transacció eliminarien els avantatges.

Una altra anomalia curiosa és l'altre efecte gener. En la literatura sobre anomalies és molt conegut l'efecte gener: les rendibilitats al gener, sobretot de les accions de petita capitalització, com a mitjana són majors que altres mesos. Cooper, McConnell i Ovtchinnikov (2006) creuen que a més la rendibilitat del mercat al gener serveix per a predir la de la resta de l'any, i així constaten que un gener amb rendibilitat positiva prediu una bona resta de l'any, i un gener amb rendibilitat negativa prediu una resta de l'any bastant més fluix. L'efecte persisteix utilitzant diferents variables de control. A aquesta anomalia la denominen: «l'altre efecte gener».

Un tema interessant, moltes vegades tractat en la literatura, és si és rendible seguir les recomanacions dels analistes, els «profetes» com els denominen Barber, Lehavy, McNichols i Trueman (2001). Segons aquests autors si se segueixen les recomanacions poden dissenyar-se estratègies que duguin a obtenir rendibilitats anormals, després de controlar pel risc, encara que tals rendibilitats pràcticament desapareixen en descomptar els importants costos de transacció que suposen aquest tipus d'estratègies, cosa que seria coherent amb una concepció menys estricta de l'eficiència: existeix informació que no s'ha traslladat als preus, però utilitzar-la no permet batre el mercat. Com en altres ocasions que succeeix l'anterior, sembla clar, com diuen Barber, Lehavy, McNichols i Trueman (2001, pàg. 562), que les recomanacions dels analistes seran útils per al que ja ha decidit comprar o vendre: en tal cas serà bo que segueixi tals recomanacions. Un altre aspecte que descobreixen és que les recomanacions poden ser més útils per al cas d'empreses petites o mitjanes, cosa que és

coherent amb el fet que per a aquest tipus d'empreses la informació està menys disseminada.

Gonzalo i Inurrieta (2001)¹¹ estudien un problema similar, aplicat al cas espanyol, i conclouen que els clients de les cases de borsa poden beneficiar-se de les recomanacions d'aquestes. En alguns casos aquests guanys es produeixen el dia anterior a la publicació de la informació, cosa que sembla indicar que la informació es té abans. A més sembla que la informació s'incorpora ràpidament, i això seria un argument a favor de l'eficiència.

Després d'aquests dos últims estudis se m'ocorren algunes reflexions. Atès que l'eficiència absoluta no es donarà mai, sempre hi haurà lloc perquè algú amb una informació o una anàlisi d'última hora d'una recomanació, i la competència entre els analistes i el desig d'avançar-se dels inversors, faran que aquestes informacions es traslladin ràpidament als preus (en comprar-se el que es considera barat, pujarà el seu preu, i viceversa), cosa que ajudarà l'eficiència. Precisament si tots els agents creguessin que el mercat és eficient, i ningú no estudiés les empreses, ningú no fes recomanacions, ningú no especulés comprant el que creu que pujarà i viceversa, els mercats es farien molt ineficients, en no estar ningú traslladant les informacions als preus. Curiosament, en tals circumstàncies, als analistes se'ls obririen amplis camps per a recomanar i als especuladors els apareixerien oportunitats molt més clares.

En general, quan els acadèmics o els *practitioners* descobreixen una ineficiència, els defensors de l'eficiència solen plantejar diferents qüestions:

- La ineficiència trobada pot ser deguda a la mineria de dades¹²: els investigadors proven una vegada i una altra fins que troben una cosa estranya en unes dades, i aleshores ho publiquen, però això no garanteix que torni a succeir.
- Pot fallar el model de valoració que s'està usant, i deure's l'excés de rendibilitat a un mesurament erroni del risc, per exemple.
- Hi pot haver errors o imprecisions en les tècniques econòmiques utilitzades.
- Pot no ser explotable a causa dels costos de transacció, o a algun tipus de restricció legal.

11. Aquest treball es va presentar en el IX Fòrum de Finances de l'Associació Espanyola de Finances, i em va tocar a mi actuar com a comentarista.

12. Pot veure's Gómez-Bezares (2000, pàg. 211-212).

- Hi pot haver problemes amb la liquiditat a l'hora de tractar d'explotar la ineficiència, o en no haver considerat els costos d'obtenir o elaborar la informació.
- Hi pot haver, fins i tot, problemes d'horari, en necessitar, en ocasions, una sèrie d'intermediaris disposats a donar-nos servei simultàniament, i en un moment determinat, per a poder explotar la ineficiència.
- Etc.

Però també caldrà acceptar que en ocasions la ineficiència, almenys aparentment, existeix. Aquí és on els defensors de l'eficiència s'enfronten al problema i tracten d'entendre'l.

Un dels més significatius representants dels neoclàssics, Steve Ross (2005), ens va donar una magnífica conferència a Madrid en ocasió del XIII Fòrum de Finances. En ella va fer un atac frontal al *Behavioral Finance*, proposant que atès que els neoclàssics no són tan ràpids com els partidaris de les finances de la conducta a crear noves teories, i tracten d'usar la mateixa teoria per a molts problemes enfront de la idea de crear una teoria per a cada anomalia, es concedeixi una moratòria en el treball empíric per cinc anys per a permetre posar-se al dia als neoclàssics. Segons Ross (2005) les finances de la conducta diuen el que no els agrada (la hipòtesi de racionalitat dels agents, els models ortodoxos) però no tenen alternatives clares, encara que aspiren a un canvi de paradigma.

Una anomalia que ha estat seguida amb molt interès pels partidaris de les finances de la conducta és la sobrerreacció (els valors que duen molt temps pujant, tendeixen després a baixar, i al revés. Pot veure's Gómez-Bezares (2000, pàg. 212-213)). Enfront d'aquesta n'apareix una altra, el *momentum*, que defensa que les accions que han tingut altes rendibilitats en el passat recent tendeixen a comportar-se bé en el pròxim futur i al revés (Jegadeesh i Titman, 1993). Si això és així, i hi ha literatura i pràctica que ho corrobora¹³, estariem davant un fenomen de possible infrarreacció (en terminis no gaire llargs).

Molt s'ha discutit sobre les possibles explicacions per al *momentum* (a curt termini) i per a la correcció aparentment provocada per la sobrerreacció prèvia (a llarg termini). Són fenòmens relacionats? Hi ha opinions oposades. També n'hi ha que utilitzen explicacions basades en les finances de la conducta, i altres que prefereixen explicacions racionals, com George

13. Això ha arribat a la premsa, com pot veure's en El Confidencial de 25-2-2008.

i Hwang (2007), que fan un resum d'aquesta polèmica i atribueixen al tractament fiscal dels guanys de capital (que només són gravades fiscalment en la venda) l'existència de les citades correccions a llarg termini.

Fama i French (2008) estudien diferents anomalies, veient que algunes són més importants que altres. Però conclouen que les rendibilitats anormals no sabem si es deuen a ineficiències o a recompenses per risc.

Un altre tema de tradicional interès és estudiar el que ens indica el *insider trading*: així per exemple, podem suposar que els consellers i alts directius de les empreses tenen millor informació que la resta dels potencials inversors, i que quan compren o venen accions de la seva empresa ho fan coneixent aquesta informació. Marín i Olivier (2008) constaten que els gestors solen vendre bastants mesos abans de les fortes caigudes, però que compren just abans de les grans pujades.

Un treball curiós és el de Tetlock, Saar-Tsechansky i Macskassy (2008) que quantifiquen el llenguatge usat en les notícies financeres per a tractar de predir els beneficis empresarials i les rendibilitats de les accions. Els seus resultats suggereixen que en el llenguatge hi ha informació addicional a les tradicionals informacions quantitatives, que serveix per a predir beneficis i rendibilitats, i que els inversors traslladen ràpidament als preus, cosa que donaria suport l'eficiència dels mercats.

Acabo aquí aquest breu repàs sobre algunes notícies recents que afecten l'eficiència. Sembla que les espases continuen enlaire, i que defensors i detractors del concepte tenen bons arguments per a esgrimir. Si baixem a l'arena dels mercats borsaris veurem que les coses no estan més clares: proliferen els fons que repliquen un índex, com és el cas dels ETFs, cosa que demostra fe en l'eficiència, i es mantenen els gestors actius, que desconfien de l'eficiència.

4.3. Novetats respecte als models de valoració

Els models de valoració (CAPM, APT, i diferents derivacions), tal com es conceben en el paradigma eficiència-CAPM, ens diuen normalment que la rendibilitat esperada d'un títol serà la rendibilitat del títol sense risc més el premi (o premis) per risc, entenent que els títols més arriscats haurien de proporcionar una major rendibilitat. Per al CAPM el risc es mesura per la beta (risc sistemàtic), i el premi per risc de cada títol serà el premi mitjà del mercat multiplicat per la beta del títol.

A la llum d'algunes anomalies s'ha anat modificant el model, entenent que hi pot haver tipus de risc que no són capturats per la beta. Apareix així

el conegut model de Fama i French (pot veure's àmpliament analitzat en Gómez-Bezares (2000, caps. 6 i 8)) que introdueix com a factors de risc (que s'afegeixen al de mercat) la ràtio llibres/mercat i la grandària. I altres autors introdueixen altres factors. La discussió és si aquests factors són realment mesures de risc o simples pegats d'origen empíric perquè el model continui funcionant. En tot cas, com fàcilment pot comprovar el lector, els models de valoració estan molt lligats al concepte d'eficiència. Resumint la idea: els partidaris de l'eficiència entenen que els models de diversos factors, introdueixen nous factors de risc, i si aconseguim que s'ajustin adequadament a les dades, serien coherents amb l'eficiència. Per als enemics de l'eficiència, els nous factors són només pegats per a tractar d'ajustar la realitat als desitjos dels seus autors, atès que moltes vegades no tenen res a veure amb el risc. El que sembla bastant clar és que els models de valoració es contrasten conjuntament amb l'eficiència, i que quan fallen pot fallar el model o l'eficiència (pot ampliar-se tot això en Gómez-Bezares (2000, caps. 8 i 9)).

En el present subapartat recolliré algunes novetats dels últims deu anys. El lector interessat a repassar l'anterior pot anar a Gómez-Bezares (2000). També pot resultar interessant el treball de Dimson i Mussavian (1999), on es dona un repàs amb àmplia perspectiva històrica, incloent la valoració de derivats (a la qual jo no em referiré ara).

Brav, Lehavy i Michaely (2005) entenen, dins de l'ortodòxia, que els models de valoració d'actius relacionen les rendibilitats esperades dels actius i els seus factors de risc. L'originalitat del seu plantejament consisteix que, per a testar el model, en lloc de basar-se en rendibilitats passades (com a *proxy* de les rendibilitats esperades) es basen en les expectatives dels analistes, suposant que són estimacions esbiaixades de les expectatives del mercat. Després de fer l'anàlisi van trobar una relació positiva entre les rendibilitats esperades i les betes, i una relació negativa entre les rendibilitats esperades i la grandària de les empreses, cosa que és coherent en considerar-los factors de risc. No troben relació entre les rendibilitats esperades i la ràtio llibres/mercat i, per això, dedueixen que no s'ha de considerar com a factor de risc.

Tal vegada per la seva metodologia original que, tal com Brav, Lehavy i Michaely (2005) posen de manifest, resolt alguns problemes (en usar expectatives i no rendibilitats passades com a *proxy* de les rendibilitats esperades), obtenen resultats diferents a altres estudis, i així troben una relació estadísticament significativa entre les rendibilitats esperades i les betes (d'acord amb el CAPM, amb un premi de mercat al voltant del 7% per any, cosa que resulta raonable).

El factor grandària també és valorat, encara incloent la beta a l'equació.

Per tant, Brav, Lehavy i Michaely (2005) entenen que és un nou factor de risc. També introdueixen el *momentum* obtenint que s'espera major rendibilitat per als perdedors del passat recent que per als guanyadors (cosa que contradia la idea més estesa). Segons aquest estudi, no es podria considerar al *momentum* un factor de risc, en el sentit que els guanyadors del passat pròxim són més arriscats i per tant haurien de ser més rendibles, tal com proposen altres autors.

Per a arribar a aquests resultats Brav, Lehavy i Michaely (2005) utilitzen també els pesos factorials del model de tres factors de Fama i French o del de Carhart (1997), que inclou un quart factor, el *momentum* (rendibilitat de les accions d'alta rendibilitat menys rendibilitat de les accions de baixa rendibilitat en l'any precedent).

Jegadeesh i Titman (2001) confirmen a Jegadeesh i Titman (1993) en l'interès de les estratègies de *momentum* (que tracten d'aprofitar que els guanyadors del passat pròxim s'espera que continuïn sent els guanyadors en el futur proper), i tracten de buscar explicacions al fenomen, reconeixent que les explicacions de les finances de la conducta cal prendre-les amb precaució, i que altres pretenen donar-li una explicació coherent en ser un factor de risc¹⁴.

Davis, Fama i French (2000) documenten que el *value premium* (relació positiva entre la ràtio llibres/mercat i la rendibilitat mitjana) és robust. No sembla tan clar, no obstant això, el premi de les empreses petites respecte a les grans (efecte grandària).

Davis, Fama i French (2000) repliquen a Daniel i Titman (1997) entenen que el *value premium* és una compensació pel risc i no és que la ràtio llibres/mercat sigui una característica que produeix rendibilitat (cosa que podria succeir si les empreses de creixement, que tenen una ràtio llibres/mercat baixa, fossin preferides a les de valor, amb alta ràtio llibres/mercat, de manera que es pagaria més per elles i rendirien menys, cosa que encaixaria en les finances de la conducta). Però Daniel, Titman i Wei (2001) en discrepen.

Un tema de gran interès, i al que tal vegada no se li ha prestat la suficient atenció, és el de la liquiditat. Aquest tema, a més, ha cobrat especial interès després de la crisi iniciada el 2007, que ha provocat molts problemes de liquiditat. Liu (2006) descriu la liquiditat com la capacitat de comerciar grans quantitats, ràpidament, a baix cost i amb escàs impacte en

14. Les accions amb alta rendibilitat en els últims mesos s'entendrien com més arriscades, i per això haurien de donar més rendibilitat en el futur pròxim. Aquest resultat contradiria el prèviament comentat de Brav, Lehavy i Michaely (2005).

el preu. I proposa una nova mesura de liquiditat, estudia la relació entre el risc de liquiditat i la valoració d'actius, i la seva relació amb les anomalies. Construeix així un CAPM augmentat: partint de dos factors, el mercat i la liquiditat, obté els seus corresponents pesos factorials que utilitza per a explicar les rendibilitats esperades. El model funciona correctament i li permet explicar diferents anomalies; segons Liu (2006), el seu CAPM augmentat dóna nou suport al paradigma risc-rendibilitat. El treball documenta un premi significatiu per liquiditat (en realitat per no liquiditat) i que la liquiditat és un factor de risc valorat pel mercat.

Lewellen i Nagel (2006) constaten que el CAPM no explica les diferències entre les rendibilitats esperades; no ens serveix per a entendre l'efecte grandària, el *value premium* o el *momentum*. Diferents autors han tractat de solucionar això usant el CAPM condicional. Lewellen i Nagel (2006), en un interessant treball, demostren que el CAPM condicional no arregla les coses. Al meu entendre, bastants de les sofisticacions econòmriques que s'estan usant últimament són criticables, i moltes vegades oculten a l'investigador la realitat dels problemes.

Un problema important en molts models de valoració és quant val el premi per risc del mercat, que serà la diferència entre la rendibilitat esperada del mercat (normalment aproximada amb la rendibilitat esperada d'un índex representatiu de les accions que cotitzen en el mercat) i la rendibilitat del títol sense risc. Conèixer això és important, per exemple, per a aplicar el CAPM, o altres models de valoració; també per a saber què podem esperar, com a mitjana, de les nostres inversions a borsa, i per a moltes altres coses. No obstant això no hi ha, ni de bon tros, consens sobre quin és el valor del premi que ha d'aplicar-se. Com pot deduir-se del treball de Fernández (2009) el premi del mercat que es proposa varia molt d'uns llibres a altres, també entre èpoques, o si fem enquestes, o si apliquem diferents metodologies de càlcul. Fernández (2009) creu que un premi del 4% és raonable. La veritat és que molts opinen que el premi històric, sobretot si ens fixem en el mercat nord-americà, pot ser exagerat, com he comentat anteriorment. Fama i French (2002) comenten que l'índex S&P ha obtingut un premi entre 1872 i 2000 de 5,57%, cosa que els sembla alt (el lector ha de tenir en compte que Fama i French (2002) parlen en termes reals, de manera que les seves xifres no són exactament comparables amb la resta), però n'hi ha que proposen un premi del 7% o més i tot.

Fama i French (2002) estimen el premi del mercat utilitzant les taxes de creixement de guanys i dividendes per a estimar la rendibilitat esperada de les accions, obtenint que entre 1951 i 2000 les estimacions del premi van ser el 4,32% i el 2,55%, molt inferiors a l'obtingut en el mercat, el 7,43%.

Fama i French (2002) opinen que el premi obtingut ha estat molt superior a l'esperat. Harris i Marston (2001) estimen el premi del mercat nord-americà entre 1982 i 1998 basant-se en les expectatives dels analistes financers, arribant a un resultat del 7,14%. Observen que el premi varia en el temps, influït, entre altres coses, pel nivell dels tipus d'interès. El curiós és que, en contra del que moltes vegades s'opina, entenen que es mou al contrari dels tipus d'interès, donant així una major estabilitat a la rendibilitat exigida.

La conclusió de tot l'anterior bé podria ser que no es pot estar segur sobre quin és el premi que hem d'aplicar. I hem de ser conscients de la importància que un u o dos per cent amunt o avall pot tenir a l'hora de valorar empreses, calcular el cost del capital, etc. Aquest tema necessita encara molt més treball.

Fama i French (2007) ens recorden que el CAPM i altres models de valoració es basen en hipòtesis poc realistes. En aquest treball es fixen en dues violacions concretes d'aquestes hipòtesis, com és el cas del desacord entre els agents sobre el que pot ocórrer en el futur, o el que diferents gustos els duguin a prendre diferents decisions, com seria el cas que algú comprés accions d'una empresa perquè li cau més simpàtica. Desenvolupen un senzill model per a demostrar que qualsevol d'aquestes violacions pot dur a que no funcioni el CAPM, i sembla lògic que, d'alguna forma, aquestes violacions es donin. Comenten que les dues anomalies que susciten més atenció: el *value premium* i el *momentum*, tenen explicacions des de les finances de la conducta que podrien englobar-se entre els gustos (cas de les «característiques» per a explicar el *value premium*) o en el desacord (on es podrien englobar alguns models que expliquen el *momentum*).

A la vista de tot l'anterior, betes, CAPM, altres models, anomalies, finances de la conducta, contrastacions, metodologies... Caldrà concloure que el CAPM segueix tenint predicament, i de fet se segueix usant i explicant; també es va ampliant i donant lloc a altres models, molts dels quals podrien englobar-se a l'APT. Però també té molts detractors; d'una banda els partidaris de les finances de la conducta, que tracten d'explicar les anomalies amb les seves variades teories i que entenen que no són compatibles amb el CAPM i models similars, que es basen en un comportament racional. Però tampoc els més ortodoxos no estan contents, i així Ross (2005) ens deia que les betes semblen importants per a la valoració però que «les dades han de trobar encara un model de valoració que els agradi», atribuint aquesta idea a Eugène Fama.

Però de moment, el que tenim és el CAPM, les seves ampliacions, l'APT. I això és el que normalment s'explica, i el que més s'usa. A això em refereixo quan dic que el paradigma dels setanta continua vigent.

5. Temes d'actualitat en les finances del segle XXI

A part dels temes que he tocat fins a ara (com finances corporatives, eficiència o models de valoració), que com haurà pogut comprovar el lector estan clarament d'actualitat, n'hi ha altres que podríem dir que «estan de moda» perquè, tot i que no han estat un camp de treball tradicional dels financers, ara els han agafat amb entusiasme. Em refereixo a «lleï i finances», «govern corporatiu», «ètica i finances», i un últim tema que vull introduir referit al «mètode d'investigació en finances».

El tema de lleï i finances, que està molt relacionat amb l'ètica o el govern corporatiu, estudia les diferències legals (i també culturals, institucionals...) entre països i el seu efecte en les finances, així com l'eficiència de cada sistema. Un dels camps d'estudi són les diferències entre els països de tradició anglosaxona i els que segueixen el model europeu continental. També s'estudien els models dels països en desenvolupament i els seus resultats. Els diferents models donen lloc a diferències notables en temes com la forma de finançament de les empreses (més bancària enfront de més borsària), el control del govern de les empreses (més control intern o legislatiu enfront de més control pels mercats), l'organització dels mercats, el nivell i l'eficàcia de la regulació, grau d'intervenció de l'estat en l'economia, etc.

Kaufmann (2004) fa un repàs de diferents indicadors en diferents països dels que es dedueix que un major nivell d'ètica i una millor regulació acompanyen a un major desenvolupament econòmic.

Un dels més reconeguts especialistes en «lleï i finances» (coautor de l'article amb aquest títol) és el mexicà Florencio López de Silanes. Es pot trobar un bon resum d'algunes de les idees seves (i dels seus coautors) en López de Silanes (2004). És un defensor del bon govern corporatiu; de la protecció de la propietat; d'un estat de dret basat en l'equilibri entre institucions, regulació flexible, lleï clares i eficientment aplicades. Així afirma que «existeix avui evidència empírica que les lleï i la regulació són un factor clau en la competitivitat internacional» (López de Silanes (2004, pàg. 94)). En el citat document estudia la protecció dels inversors en diferents països, cosa que considera fonamental per al desenvolupament; els formalismes legals excessius, que entén que desemboquen en un sistema judicial ineficient i injust, i fins i tot encoratgen a la corrupció; la independència del sistema judicial, que permet protegir els drets de propietat; o com la rigidesa de la regulació laboral influeix en el desenvolupament de l'economia informal i en l'augment de l'atur.

López de Silanes defensa un model que sens dubte té molts avantatges, encara que tampoc no és perfecte. Vegem una dada, en el seu estudi

(pàg. 98-100) defensa, amb dades empíriques, que la major protecció dels accionistes comporta una menor profunditat de les crisis, però la realitat de la crisi que va començar el 2007 és que s'ha generat als Estats Units, i ha tingut uns efectes tremends en aquest país i en altres amb regulacions similars, malgrat protegir, teòricament bé, els accionistes. D'aquí m'agradaria fer dues reflexions: la defensa que molts investigadors establerts en el món anglosaxó (i López de Silanes és professor als Estats Units) fan del model anglosaxó, pot resultar discutible; d'altra banda, certes comprovacions empíriques són problemàtiques, com les que es basen a introduir en un índex conceptes com la protecció de l'accionista, la imparcialitat de la justícia, etc. com fan aquest tipus d'investigadors.

El «govern corporatiu» regula les relacions entre propietaris i directius i, considerat d'una manera més àmplia, les relacions de l'empresa amb la societat. Ha donat lloc a una àmplia literatura, i a Espanya als informes Olivencia, Aldama i al codi unificat de Conthe (que es poden consultar a la pàgina web de la CNMV). En un món caracteritzat pels problemes d'agència i les asimetries informatives (Gómez-Bezares, 2008), es tracta que els directius empresarials, els consells d'administració, etc. compleixin amb les seves funcions. S'han desenvolupat sistemes d'incentius i procediments de control, que evitin comportaments oportunistes i que resolguin conflictes d'interès, però els esdeveniments dels últims anys ens indiquen que queda molta feina per davant. També es discuteix si l'objectiu financer del paradigma dels setanta (maximitzar el valor de l'empresa) ha de ser complementat amb l'atenció als objectius de la resta dels partícips.

Molt relacionat amb tot l'anterior està la necessària influència que l'ètica ha de tenir en les finances. És evident que cal millorar la regulació per a evitar escàndols i abusos (hem assistit a massa comportaments censurables ocultant o manipulant informació, apropiant-se de diners aliens, etc., i tot això influeix clarament en la situació econòmica), però hem de ser conscients que només si la majoria ens comportem èticament el sistema pot funcionar raonablement bé. També s'ha estudiat com poden ajudar les finances al desenvolupament, on podríem incloure els microcrèdits. Personalment crec que estudiar els problemes financers des d'un punt de vista ètic és important, i penso que la potenciació dels valors ètics serà fonamental per a la qualitat del nostre desenvolupament futur (pot consultar-se Gómez-Bezares (2001)).

Voldria acabar aquest apartat fent una breu reflexió sobre l'actual investigació en finances de la que aquest article ha fet un repàs que pot ser significatiu. Hi ha investigació d'una enorme qualitat, però també hi ha alguns problemes: cert allunyament de la realitat, excessiva sofisticació

economètrica en ocasions, atenció preferent a les grans empreses, certa falta de creativitat (pot veure's a Gómez-Bezares (2005)). El resultat és que hi ha una sèrie de problemes als que els donem voltes i voltes, però no resollem, o que hem estat lloant el sistema de regulació anglosaxó que és el que ens ha ficat en la crisi del 2007.

6. Conclusions i perspectives

Al llarg de l'article hem repassat breument l'evolució de les finances en els últims cent anys, recordant com han anat apareixent conceptes i aplicacions, per a centrar-nos en alguns problemes fonamentals que han ocupat els estudiosos de les finances els últims deu. Crec, i així l'hi explico als meus alumnes, que un directiu actual, encara més si és un directiu financer, ha de conèixer amb certa profunditat el concepte d'eficiència i els models de valoració, així com les seves limitacions. El meu objectiu ha estat presentar les últimes tendències en aquests conceptes, posant els resultats de la investigació financera a l'abast dels *practitioners*. I el mateix he fet amb el tema de llei i finances, el govern corporatiu o la necessitat de l'ètica. Molts altres temes es podrien haver tocat, però una extensió raonable de l'article impedia perllongar-lo gaire més. Amb tot, m'agradaria dedicar unes línies a apuntar altres temes que puguin despertar la curiositat del lector. Vegem-ne alguns:

- Són creixentment importants els intangibles, la seva valoració i gestió.
- Visió dinàmica: les decisions d'avui afecten decisions i accions del futur.
- Es desenvolupen nous models de valoració de derivats. I de tipus d'interès.
- S'estudien les ofertes de noves accions a borsa.
- S'amplien les funcions del director financer¹⁵.
- Es desenvolupen aplicacions dels models de valoració d'opcions, per a valorar productes de deute, accions, etc.
- S'estudia la no separabilitat de les decisions d'inversió i finançament (vegeu la clara explicació de Copeland, Weston i Shastri (2005, pàg. 588)).

15. Poden veure's amb detall en Copeland, Weston i Shastri (2005, pàg. 470). Aquest és a més un llibre bastant complet on es poden consultar altres temes apuntats aquí.

- Si comentem anteriorment que la discussió sobre l'estructura financera no està clara, a això cal afegir el repte d'estudiar diferents tipus de deute (p. ex. a curt i llarg), diferents maneres de fons propis, etc.
- Molt interessant és l'estudi de les fusions, adquisicions i similars: causes, formes, efectes.
- S'estudia la microestructura o la integració dels mercats. Els arguments de no arbitratge.
- Es treballa en temes de banca, assegurances, institucions d'inversió, etc.; desenvolupament de mercats en instruments. Així com en finances internacionals.

A més d'aquests temes crec que cal reconèixer que s'ha treballat bé en el desenvolupament d'eines per a la gestió financera, amb un fort suport informàtic. Però hauríem de millorar el control de riscos: la crisi del 2007 ha posat de manifest que els nostres sofisticats models han fallat, i això em duu a reflexionar que no és bo que els models siguin tan complicats que els seus usuaris no els entenguin; una cosa semblant ha passat amb determinats instruments financers que no els entenien ni els que els venien ni els que els compraven. Altres reptes que tenim al davant, a més de tot el que ja s'ha comentat, són investigar més en el «soroll» (per a Ross (2005) serà una pròxima frontera); acostar-nos més a la realitat del nostre entorn (el fet que les finances siguin, per naixement i desenvolupament, predominantment anglosaxones, implica un esforç per a adaptar-les a la nostra realitat), sobretot a les pimes; i, relacionat amb l'anterior, desenvolupar l'estudi de casos, com una alternativa raonable d'investigació.

Des de principis del segle XX ha evolucionat notablement la formació dels financers, atès que als seus tradicionals coneixements de comptabilitat o dret, han hagut d'anar afegint coneixements de microeconomia i tècniques quantitatives. D'altra banda, el desenvolupament de la disciplina s'ha consolidat amb la concessió de diversos premis Nobel d'economia a destacats impulsors del paradigma dels setanta, encara que també a algun crític.

Després de la seva breu història, les finances han aconseguit un gran protagonisme a través dels mercats, la banca, les assegurances, les institucions d'inversió... Alhora que han arribat a un lloc molt destacat en les empreses, no només per la importància dels departaments financers, sinó perquè s'ha consolidat la filosofia financera de «creació de valor» que impregna tota la gestió empresarial. Encara que en el «deure» hauríem d'apuntar la responsabilitat dels financers en la crisi del 2007. Moltes crisis

financeres tenen un patró similar (Amat, 2008): ambició de riquesa ràpida, endeutament excessiu per a poder comprar més, supèrbia dels que van guanyant (es creuen més llests) i produeixen enveja als que no han entrat en el mercat. Tot l'anterior ocorre dins de l'eufòria que provoca ceguesa (no es veu que els preus són absurdament alts); i al final entra la por, el pànic i la histèria. En la nostra crisi del 2007, ¿on eren els models de valoració, el control de riscos, la transparència informativa, el control que han de fer els mercats, la creació de valor...? Crec que les finances del segle XXI han d'interioritzar aquesta crisi i treure'n conseqüències.

Cent anys d'investigació i pràctica financera han donat, al meu entendre, un fruit molt valuós. Però com ens deia Ross (2005): les finances tenen problemes per resoldre, donem gràcies a Déu per això, però sapiguem que els hauríem de resoldre nosaltres.

Referències bibliogràfiques

- AMAT, O. (2008) «Euforia y pánico», traduït al català com a «Eufòria i pànic», Profit, 2009.
- BARBER, B., R. LEHAVY, M. McNICHOLS i B. TRUEMAN (2001) «Can investors profit from the prophets?: security analyst recommendations and stock returns», *Journal of finance*, vol. 56 (2), 531-563.
- BRAV, A., J.R. GRAHAM, C.R. HARVEY i R. MICHAELY (2008) «Managerial response to the may 2003 dividend tax cut», *Financial management*, hivern, vol. 37 (4), 611-624.
- BRAV, A., R. LEHAVY i R. MICHAELY (2005) «Using expectations to test asset pricing models», *Financial management*, tardor, vol. 34 (3), 31-64.
- BREALEY, R.A. i S.C. MYERS (1981) «Principles of corporate finance», 1ª ed., McGraw-Hill.
- BREALEY, R.A. i S.C. MYERS (2002) «Principles of corporate finance», McGraw-Hill, 2003, 7a ed.
- BYOUN, S. (2008) «How and when do firms adjust their capital structures toward targets?», *Journal of finance*, December, vol. 63 (6), 3069-3096.
- CARHART, M. (1997) «On persistence in mutual fund performance», *Journal of finance*, march, vol. 52 (1), 57-82.
- COOPER, M.J., J.J., McCONNELL i A.V. OVTCHINNIKOV (2006) «The other January effect», *Journal of financial economics*, november, vol. 82 (2), 315-341.

- COPELAND, T.E., J.F. WESTON i K. SHASTRI (2005) «Financial Theory and corporate policy», 4a ed., Pearson Addison Wesley.
- DAMODARAN, A. (2001) «Corporate finance», 2a ed., Wiley.
- DANIEL, K. i S. TITMAN (1997) «Evidence on the characteristics of cross-sectional variation in stock returns», *Journal of finance*, març, vol. 52 (1), 1-33.
- DANIEL, K., S. TITMAN i K.C.J. WEI (2001) «Explaining the cross-section of stock returns in Japan: factors or characteristics?», *Journal of finance*, abril, vol. 56 (2), 743-766.
- DAVIS, J.L., E.F. FAMA i K.R. FRENCH (2000) «Characteristics, covariances, and average returns: 1929 to 1997», *Journal of finance*, febrer, vol. 55 (1), 389-406.
- DIMSON, E. i M. MUSSAVIAN (1998) «A brief history of market efficiency», *European financial management*, març, vol. 4 (1), 91-103.
- DIMSON, E. i M. MUSSAVIAN (1999) «Three centuries of asset pricing», *Journal of banking and finance*, desembre, vol. 23 (12), 1745-1769.
- FAMA, E.F. i K.R. FRENCH (2002) «The equity premium», *Journal of finance*, abril, vol. 57 (2), 637-659.
- FAMA, E.F. i K.R. FRENCH (2007) «Disagreement, tastes, and asset prices», *Journal of financial economics*, març, vol. 83 (3), 667-689.
- FAMA, E.F. i K.R. FRENCH (2008) «Dissecting anomalies», *Journal of finance*, agost, vol. 63 (4), 1653-1678.
- FERNÁNDEZ, P. (2009) «Prima de riesgo del mercado: histórica, esperada, exigida e implícita», *Universia business review*, primer trimestre, vol. 21, 56-65.
- FINANCIAL ANALYSTS JOURNAL (1999) «Behavioral finance», *Financial analysts journal*, novembre-desembre, vol. 55 (6).
- FRANKFURTER, G.M. i E.G. MCGOUN (2001) «Anomalies in finance: what are they and what are they good for?», *International review of financial analysis*, hivern, vol. 10 (4), 407-429.
- GEORGE, T.J. i C. HWANG (2007) «Long-term return reversals: overreaction or taxes?», *Journal of finance*, desembre, vol. 62 (6), 2865-2896.
- GÓMEZ MONTEJO, I. (2009) «El debate sobre la gestión activa» publicat en *Situación actual y perspectivas de las instituciones de inversión colectiva*, Fundación de Estudios Financieros, Papers de la fundació, nº 30, 115-128.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (1995) «Panorama de la teoría financiera», *Boletín de estudios económicos*, desembre, vol. 50 (156), 411-448.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2000) «Gestión de carteras», 2a ed., Desclée de Brouwer.

- GÓMEZ-BEZARES, F. (2001) «Ética, economía y finanzas», Gobierno de La Rioja.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2005) «Una nota crítica sobre la actual investigación en finanzas» *Cuadernos de economía y dirección de la empresa*, juliol-setembre, vol. 24, 105-120.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2008) «Novedades en las finanzas corporativas», *Working paper*, Universitat Comercial de Deusto.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2009) «Las decisiones financieras en la práctica», 10a ed., Desclée de Brouwer.
- GONZALO, V. i A. INURRIETA (2001) «¿Son rentables las recomendaciones de las casas de bolsa?», IX Foro de finanzas, AEFIN i Universidad pública de Navarra, Pamplona, 15 i 16 de novembre.
- HARRIS, R.S. i F.C. MARSTON (2001) «The market risk premium: expectational estimates using analysts' forecasts», *Journal of applied finance*, vol. 11 (1), 6-16.
- HIRSHLEIFER, D. (2001) «Investor psychology and asset pricing», *Journal of finance*, agost, vol. 56 (4), 1533-1597.
- HIRSHLEIFER, D. i T. SHUMWAY (2003) «Good day sunshine: stock returns and the weather», *Journal of finance*, juny, vol. 58 (3), 1009-1032.
- JEGADEESH, N. i S. TITMAN (1993) «Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency», *Journal of finance*, març, vol. 48 (1), 65-91.
- JEGADEESH, N. i S. TITMAN (2001) «Profitability of momentum strategies: an evaluation of alternative explanations», *Journal of finance*, abril, vol. 56 (2), 699-720.
- KAUFMANN, D. (2004) «Reformas estructurales que ayudan a mejorar el buen gobierno», en *El crecimiento económico y la globalización*, Senado de la república i Banco de México, 73-92.
- LEWELLEN, J. i S. NAGEL (2006) «The conditional CAPM does not explain asset-pricing anomalies», *Journal of financial economics*, novembre, vol. 82 (2), 289-314.
- LI, K. i X. ZHAO (2008) «Asymmetric information and dividend policy», *Financial management*, hivern, vol. 37 (4), 673-694.
- LIU, W. (2006) «A liquidity-augmented capital asset pricing model», *Journal of financial economics*, desembre, vol. 82 (3), 631-671.
- LÓPEZ DE SILANES, F. (2004) «La importancia de un buen gobierno corporativo e instituciones de protección a la propiedad para competir en un mundo globalizado» en *El crecimiento económico y la globalización*, Senado de la república i Banco de México, 93-112.

- MARÍN, J.M. i J.P. OLIVIER (2008) «The dog that did not bark: insider trading and crashes», *Journal of finance*, octubre, vol. 63 (5), 2429-2476.
- ROSS, S. (2005) «A neoclassical look at behavioral finance: a tale of two anomalies», conferència pronunciada en el XIII *Foro de finanzas*, Madrid, 17 i 18 de novembre.
- SHLEIFER, A. (2000) «Inefficient markets: an introduction to behavioral finance», Oxford university press.
- TETLOCK, P.C., M. SAAR-TSECHANSKY i S. MACSKASSY (2008) «More than words: quantifying language to measure firms' fundamentals» *Journal of finance*, june, vol. 63 (3), 1437-1467.