

Presente y futuro de las finanzas. Situación y perspectivas de las finanzas a comienzos del siglo XXI

FERNANDO GÓMEZ-BEZARES
Universidad de Deusto

Resumen

Las finanzas se han desarrollado mucho a lo largo del siglo xx, y fue concretamente entre principios de los cincuenta y finales de los setenta cuando ese desarrollo llegó a ser vertiginoso, dando lugar al paradigma de los setenta, que ha marcado la investigación, la formación y la práctica financiera desde entonces. Este artículo pretende comentar al lector las novedades que han ido apareciendo posteriormente, centrándose, de manera especial, en los diez últimos años, con temas como finanzas corporativas, eficiencia de los mercados o valoración de activos; y también la relación de las finanzas con los temas de buen gobierno, los sistemas legales y culturales o la ética; para terminar el trabajo citando otros temas que son y serán de interés. El autor cree que la crisis que estamos viviendo debe hacer replantearse bastantes temas en finanzas, como la excesiva influencia anglosajona.

Palabras clave

Finanzas, paradigma de los setenta, eficiencia, valoración.

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. Introducción

Las finanzas, como disciplina académica, con sus correspondientes implicaciones en la práctica financiera, han cumplido algo más de cien años. Si bien actividad financiera ha existido, desde tiempos muy remotos, fue en el paso entre los siglos XIX y XX cuando comenzó a construirse un cuerpo de doctrina autónomo, que se ha ido desarrollando y aplicando hasta nuestros días.

El objetivo del presente trabajo es hacer un brevísimo repaso de estos algo más de cien años de historia, explicando lo que las finanzas han ido aportando, para entrar con algo más de detalle en los problemas a los que en este momento se enfrenta. Para ello haré una relación de algunos de los autores más importantes del siglo XX y de los temas y soluciones que han ido proponiendo, para después centrarme en ciertas cuestiones que están entre las más relevantes para las finanzas de los diez últimos años. Sin duda no podré ser exhaustivo en mi relación, pero confío en que pueda aportar al lector un «panorama» suficientemente representativo. El artículo terminará con mi visión de por dónde deberían caminar las finanzas en los próximos años.

Los profesores de finanzas tenemos entre nuestras obligaciones leer con regularidad las revistas científicas más representativas de nuestro campo, como pueden ser el *Journal of Finance* o el *Journal of Financial Economics*, entre otras (sin olvidar en nuestro caso las revistas españolas), también asistir a congresos y reuniones científicas, así como estar al tanto de la actualidad financiera de empresas y mercados. Precisamente un resumen de ese seguimiento conformará una parte importante de este trabajo. Y la realidad que nos rodea a comienzos de 2009 es de una profunda crisis que comenzó en 2007 y se agravó en 2008. No es el momento de analizar esta importante crisis (puede verse, por ejemplo, Amat [2008]) pero, sin duda, es una crisis con un componente financiero muy importante: crisis de las hipotecas *subprime*, de liquidez, bancaria... Además ha sido una crisis originada en el primer mundo (Estados Unidos), y que ha puesto en entredicho muchas de las instituciones financieras tanto domésticas como supranacionales. La literatura financiera de carácter científico todavía se mueve en los temas precrisis, pero algo deberá decir sobre por qué se llegó a donde se llegó, cómo salir de estas situaciones y cómo evitar que vuelva a suceder. Creo que esta crisis, como lo hizo la de 1929, deberá marcar el desarrollo financiero en los próximos años.

2. Del nacimiento a la consolidación¹

Como ya he dicho, las finanzas nacen a caballo entre los siglos xix y xx, siendo tanto por su origen como por su desarrollo, básicamente anglosajonas, y más específicamente estadounidenses. En su devenir como disciplina científica podemos distinguir una primera época, que llega hasta mediados del siglo xx, y suele denominarse «enfoque tradicional de las finanzas», representada por obras como las de Dewing y Gerstenberg. Esta visión tradicional se caracteriza por el énfasis descriptivo, pero puso las bases de parte del desarrollo posterior.

Es a partir de 1950 cuando se construye el «enfoque moderno de las finanzas» de la mano de autores como Markowitz, Tobin, Modigliani, Miller, Sharpe, Arrow, Debreu, Hirshleifer, Lintner, Jensen, Fama, Roll, Black, Scholes, Merton, Ross... Durante veinticinco años se suceden aportaciones de enorme importancia: la teoría de cartera, el estudio sobre la

1. En este apartado, en el que daré un repaso a la evolución de las finanzas hasta su consolidación en los años setenta del pasado siglo, seguiré básicamente a Gómez-Bezares (1995). Allí puede encontrar el lector numerosas referencias de los autores y trabajos citados, que no reproduzco aquí por no hacer la bibliografía demasiado abundante. Puede verse también Gómez-Bezares (2009).

composición del pasivo y sobre la política de dividendos, la teoría sobre la preferencia de estado, los diferentes modelos de valoración de activos, la teoría de agencia y el estudio sobre los problemas de la información asimétrica, la eficiencia en los mercados de capitales, la teoría de opciones...

Además de los autores citados anteriormente, existen otros muchos que, tal vez sin hacer aportaciones en este campo tan trascendentales como los anteriores, merecerían ser recordados, tal puede ser el caso de los que impulsaron en los años cincuenta y sesenta los criterios de decisión de inversión en certeza (como Lorie y Savage) o en riesgo (como Hillier, Hertz o Magee), que fueron precursores del uso de técnicas muy utilizadas posteriormente, como la simulación (Hertz) o los árboles de decisión (Magee), donde se plantean problemas que hoy resolvemos con opciones reales.

Las finanzas, que incluyen las finanzas corporativas, las finanzas de mercado y las finanzas de las instituciones financieras (banca, seguros, etcétera),² tienen para finales de los setenta un sólido cuerpo de doctrina, caracterizado por el desarrollo de elegantes modelos económicos, con una fuerte base cuantitativa, que posteriormente se contrastan en los mercados para aceptar su validez, dando lugar a lo que he denominado «paradigma de los setenta» (Gómez-Bezares, 1995).

En la figura 1 puede verse que el paradigma tiene su base en el método de investigación (se construyen modelos, simplificaciones de la realidad, para luego contrastarlos); luego hay una serie de pilares fundamentales, de los que en la figura he seleccionado dos: la eficiencia y los modelos de valoración, es decir, los mercados valoran correctamente (eficiencia) y lo hacen según unos modelos (principalmente el CAPM, aunque también el APT). En este contexto los mercados financieros funcionarán correctamente, y las empresas tratarán de tomar las decisiones de inversión y financiación (donde incluyo la decisión sobre dividendos) que maximicen su valor en el mercado: su «objetivo financiero». A todo lo anterior podemos añadir la utilización del criterio de caja y el desarrollo de las técnicas de análisis y proyección (muy relacionadas con la contabilidad), para tener los elementos fundamentales de lo que eran las finanzas hace treinta años.

3. Desarrollos del paradigma y primeras disidencias

En mi opinión (puede verse, por ejemplo, Amat [2008]) el paradigma de los setenta ha evolucionado poco, lo que no quiere decir que no se haya

2. Aunque todo está muy relacionado, y puede hablarse de finanzas en general.



Figura 1: Paradigma de los Setenta.

ido desarrollando, sino que sus elementos fundamentales se han mantenido. Esto puede comprobarse comparando las ediciones del Brealey y Myers³ de 1981 y 2002. En las finanzas empresariales quizá los avances más importantes hayan venido de la utilización de opciones reales, del uso de modelos de valoración más sofisticados, de modelos de control de riesgos, así como de desarrollos en base a la teoría de agencia y la información asimétrica, sobre todo para las políticas de financiación y dividendos (no entro en más detalle por haberlo desarrollado recientemente en Gómez-Bezares (2008)).

Respecto al núcleo del paradigma, tal como aparece en la Figura 1, tras varios resultados alentadores alrededor de 1970, ha sido fuertemente atacado⁴: múltiples trabajos han desafiado la eficiencia, apareciendo «anomalías» como el efecto enero, las sobrerreacciones e infrarreacciones, relacionado todo esto en general con la eficiencia débil, aunque también aparecen otros comportamientos que parecen irracionales (como aparentes modas), o el problema del *insider trading* (todo esto permitiría obtener rentabilida-

3. Un texto habitual en la formación en finanzas.

4. Un amplio resumen puede verse en Gómez-Bezares (2000), sobre todo caps. 2, 8 y 9.

des extraordinarias al hacerse las cotizaciones (de alguna manera) previsibles). Los modelos de valoración también han sufrido importantes ataques, sobre todo el CAPM (que supone que la rentabilidad esperada es función del riesgo sistemático medido por beta), desde su «incontrastabilidad», hasta la baja capacidad explicativa de beta o la capacidad explicativa de las variables fundamentales, que representan nuevas «anomalías» del paradigma. También tenemos que considerar un ataque más global (que podría ser la causa de muchas de las anteriores anomalías): muchos piensan que los agentes no siempre son racionales, más bien son bastante irracionales, lo que nos llevaría a las «finanzas de la conducta», de las que hablaremos más adelante. He tratado de reflejar esto en la figura 2.



Figura 2: Ataques al Paradigma de los Setenta.

Los defensores del paradigma tratan de explicar las anomalías, aduciendo que no están suficientemente probadas o que no es fácil explotar ciertas ineficiencias debido a los costes de transacción: si fueran tan claras e importantes como dicen algunos trabajos ¿por qué no se explotan, comprando lo que se sabe que va a subir y viceversa?; respecto a la capacidad explicativa de las variables fundamentales (grave problema del CAPM), alegan que bien pueden representar factores de riesgo complementarios o alternativos a la beta. También hay que reconocer que el aparato econométrico que se utiliza en los contrastes para encontrar las anomalías es frecuente blanco de críticas. Pero si criticamos esto fuertemente, estaríamos minando la base del paradigma, al no poder contrastar los modelos.

Ante esta situación, creo que podemos simplificar, organizando a los profesores e investigadores en finanzas en tres tribus:

Los neoclásicos: parten de la teoría económica y suelen hablar de «economía financiera», para construir modelos de corte neoclásico. Crean modelos elegantes, usan abundante aparato cuantitativo, y se sitúan frecuentemente lejos de la realidad. Entre sus componentes se encuentran los grandes defensores del paradigma eficiencia-CAPM, y aunque aceptan la existencia de anomalías, esperan encontrarles explicación racional, o ir adaptando los modelos para ir las explicando. Aquí podría encuadrarse el núcleo investigador más prestigioso.

Los partidarios del paradigma de agencia: creen que lo que vamos aprendiendo sobre la relación de agencia y la información asimétrica ha desbordado el paradigma neoclásico, dando lugar a un nuevo paradigma. Algunos hablan de finanzas organizacionales, y buscan una nueva teoría de la firma. También quieren profundizar en el comportamiento humano (desconfiando de la pura racionalidad que suponen los neoclásicos), y por eso son partidarios de las finanzas de la conducta y de las finanzas experimentales. También suelen ser partidarios del Institucionalismo. Aquí podría encuadrarse una importante parte de la disidencia.

Los seguidores del paradigma de los setenta: aceptan el importante legado de las finanzas de la primera mitad del siglo xx y abrazan con entusiasmo los avances del enfoque moderno de las finanzas, donde incluyen el paradigma eficiencia-CAPM, pero también la teoría de agencia, las opciones, etcétera. Mantienen el contacto con la contabilidad, el derecho y la realidad del entorno, y se centran en inversión y financiación. Es el planteamiento típico de los libros más conocidos de finanzas como Brealey y Myers (2002), Damodaran (2001) o Gómez-Bezares (2009).

Si aceptamos como representativos de las finanzas los manuales recientemente citados, podríamos concluir que las finanzas de los últimos treinta años han sido básicamente el estudio del valor, y la toma de decisiones en base a sus efectos en el valor, y eso ha caracterizado a las finanzas corporativas, como también lo ha hecho con las finanzas de mercado o con las de las instituciones financieras.⁵

El lector, al llegar hasta aquí, puede pensar que mi opinión es que las finanzas, desde los años setenta del pasado siglo, han avanzado poco, y eso no es exacto. Creo que los veinticinco años que pasan desde principios de los cincuenta hasta finales de los setenta son de un avance espectacular, difícilmente repetible en bastante tiempo, y que en los últimos treinta años hemos ido estudiando, mejorando, contrastando y aplicando los modelos a

5. Esta idea la planteó el profesor Juan Mascareñas en una reunión de profesores de finanzas en diciembre de 2006, y me parece muy adecuada.

muy diferentes realidades, a la vez que se iban construyendo nuevos modelos, y eso tiene un gran valor, aunque creo que no se ha producido una ruptura del paradigma de los setenta.

4. Algunas novedades

El objetivo de este apartado es relatar al lector algunas novedades interesantes de los últimos años, y lo dividiré en tres subapartados referidos a finanzas corporativas, eficiencia y modelos de valoración.

4.1. Novedades en finanzas corporativas

Como ya he comentado en una nota anterior, este tema lo he desarrollado recientemente en Gómez-Bezares (2008), por lo que sólo citaré algún trabajo que nos sirva para situarnos en algunos de los temas de investigación que actualmente interesan en este campo. Así, por ejemplo, Byoun (2008) estudia cómo las empresas van ajustando su estructura financiera, dependiendo de si tienen déficit o superávit; en el primer caso tratan de aumentar la deuda, siempre que no estén muy endeudadas, los superávit se utilizan sobre todo para disminuir la deuda cuando ésta es excesiva (aunque tampoco cree que se haga siguiendo la teoría tradicional del *pecking order*).

La discusión sobre la estructura financiera entre las diversas teorías sigue sin estar clara (Gómez-Bezares [2008]), y yo, medio en broma, medio en serio, suelo decirles a mis alumnos cuando acabo de explicarles las diferentes teorías, contrastes, etcétera, sobre la estructura financiera, que tienen que aprender tres cosas:

- Primero, que esto no está claro; y eso es importante saberlo por si alguien quiere «vendérselo» como algo resuelto.
- Segundo, que probablemente no es muy importante, pues conforme los mercados avanzan en disminuir imperfecciones, en aumentar la transparencia, en funcionar mejor, la discusión sobre la estructura financiera debería perder importancia. La clave deberá estar cada vez más en la inversión.
- Y tercero, que en todo caso las teorías existentes pueden ayudarnos a tomar las decisiones de financiación más correctas.

Respecto a los dividendos es sorprendente el estudio de Li y Zhao (2008) donde concluyen que hay una relación negativa entre la asimetría informativa de las empresas y los dividendos, lo que va en contra de una de las teorías más asentadas en este tema como es el valor informativo de los dividendos.

Brav, Graham, Harvey y Michaely (2008) estudian la importancia que tienen los tipos impositivos sobre dividendos para los pequeños inversores en la política de dividendos de las compañías, llegando a la conclusión de que son de una importancia secundaria.

En definitiva, seguimos discutiendo sobre temas parecidos desde hace bastantes años: valor informativo de los dividendos, efectos del sistema fiscal y de otras imperfecciones sobre la política de dividendos, etcétera.

Dejo como ejercicio para el lector la adaptación de las tres lecciones que se deben aprender sobre la estructura financiera, a las que acabo de referirme, al caso de los dividendos, pues la situación es muy similar. Parece que debe ocurrir, y esa idea se la resalto siempre a mis alumnos de grado y postgrado, que la decisión fundamental en las finanzas corporativas debe ser la decisión de inversión.

4.2. Novedades con la eficiencia

Un elemento fundamental del paradigma de los setenta, tal como veíamos en la figura 1, es el concepto de eficiencia, que podemos resumir en que los precios de los activos que se cotizan en los mercados, como por ejemplo las acciones, recogen toda la información disponible, y, en consecuencia, están bien valorados o, lo que es similar, con la información existente no se puede batir al mercado (obtener una mejor combinación rentabilidad-riesgo que la media del mercado). Esta idea es realmente importante en las finanzas actuales, y como dicen Dimson y Mussavian (1998), este concepto es utilizado por todos los profesionales de las finanzas. El trabajo de Dimson y Mussavian (1998) representa un muy buen resumen sobre el concepto y principales estudios sobre la eficiencia a lo largo del siglo xx, lo que también puede encontrarse en Gómez-Bezares (2000), por lo que en las novedades respecto a la eficiencia me referiré fundamentalmente a lo ocurrido en los diez últimos años.

Entre las ideas planteadas por Dimson y Mussavian (1998) me gustaría destacar que estos autores se muestran, básicamente, de acuerdo con la eficiencia (como siguen haciendo la gran mayoría de los académicos), lo que no impide el que existan algunas pequeñas ineficiencias. También me parecen destacables sus argumentaciones sobre si el exceso de volatilidad en los precios puede interpretarse como un signo de ineficiencia, tal como

postulan con frecuencia tanto académicos como profesionales. Para muchos, las fuertes reacciones de los mercados, muchas veces con bajadas espectaculares, demuestran la ineficiencia de los mercados, pues los inversores no deberían vender a esos precios tan bajos, al esperar que los precios se recuperarán en el futuro; pero como se deduce de Dimson y Mussavian (1998), los que así razonan parece que se olvidan de que los mercados también podrían no sobrevivir a una gran crisis, perdiendo los inversores prácticamente todo lo que tenían invertido. Analizadas las cosas a posteriori puede parecernos que los mercados tuvieron una gran volatilidad en la primera gran crisis que padecimos a principios del siglo XXI (la burbuja de las puntocom), pero no nos acordamos de las empresas que han quebrado (ante las que la volatilidad estaba justificada) o de los mercados que, a lo largo de la historia, prácticamente han desaparecido (por ejemplo, por una cadena de quiebras o de expropiaciones), y la existencia de tales posibilidades puede justificar una alta volatilidad a priori.

Como muchas veces indico a mis alumnos, y también recogen Dimson y Mussavian (1998), cuando analizamos los resultados de los inversores (por ejemplo, el premio por riesgo que se ha conseguido en el siglo XX) solemos fijarnos en lo obtenido en la Bolsa de Nueva York, sin acordarnos de todos los mercados a los que les ha ido mucho peor o incluso han desaparecido (cometemos así un sesgo de supervivencia).

Los más opuestos a la idea de eficiencia se agrupan mayoritariamente en torno a las denominadas «Finanzas de la Conducta», que traducimos desde *Behavioral Finance*. La idea principal es que la supuesta racionalidad de los inversores es discutible, y que se producen sesgos sistemáticos en el uso de la información, dando lugar, por ejemplo, a sobre-reacciones, con subidas o bajadas excesivas en los precios. Ha ido apareciendo así una muy abundante literatura como el número del *Financial Analysts Journal* (1999), Shleifer (2000) o Hirshleifer (2001).

Lo cierto es que, como he indicado con anterioridad, hay una serie muy importante de anomalías: desviaciones respecto al paradigma eficiencia-CAPM, que han dado lugar a una abundante literatura, que algunos identifican con el *Behavioral Finance*. Frankfurter y McGoun (2001), tras reflejar que para muchos existe esa identificación, se quejan de que el citado paradigma deba ser aceptado, aunque no pueda validarse empíricamente.

Gómez Montejo (2009), tras comentar los éxitos de la gestión pasiva (comprar y mantener una cartera que replica un índice), lo que es un argumento muy importante a favor de la eficiencia, hace un repaso a las anomalías existentes, que representan desafíos a la idea de eficiencia, y cuyo aprovechamiento podría justificar la gestión activa de carteras.

Entre las muchas anomalías comentadas en los últimos años, citaré dos que pueden resultar curiosas. Así, Hirshleifer y Shumway (2003) contrastan que una mañana soleada afecta a las rentabilidades, en un estudio a través de veintiséis países. Los psicólogos saben que un tiempo soleado afecta al humor y, en consecuencia, parece lógico que desde la perspectiva de las finanzas de la conducta, pueda afectar a las cotizaciones, aunque esto no sea compatible con la pretendida racionalidad de los inversores en la que se basa la eficiencia. Con todo, Hirshleifer y Shumway (2003) reconocen que para explotar este tipo de anomalías habría que realizar frecuentes transacciones, y que los costes de transacción eliminarían las ventajas.

Otra anomalía curiosa es el otro efecto enero. En la literatura sobre anomalías es muy conocido el efecto enero: las rentabilidades en enero, sobre todo de las acciones de pequeña capitalización, como media son mayores que otros meses. Cooper, McConnell y Ovtchinnikov (2006) creen que, además, la rentabilidad del mercado en enero sirve para predecir la del resto del año, y así constatan que un enero con rentabilidad positiva predice un buen resto del año, y un enero con rentabilidad negativa predice un resto del año bastante más flojo. El efecto persiste utilizando diferentes variables de control. A esta anomalía la denominan: «el otro efecto enero».

Un tema interesante, muchas veces tratado en la literatura, es si es rentable seguir las recomendaciones de los analistas, los «profetas», como los denominan Barber, Lehavy, McNichols y Trueman (2001). Según estos autores si se siguen las recomendaciones pueden diseñarse estrategias que lleven a obtener rentabilidades anormales, tras controlar por el riesgo, aunque tales rentabilidades prácticamente desaparecen al descontar los importantes costes de transacción que suponen este tipo de estrategias, lo que sería coherente con una concepción menos estricta de la eficiencia: existe información que no se ha trasladado a los precios, pero su utilización no permite batir al mercado. Como en otras ocasiones que sucede lo anterior, parece claro, como dicen Barber, Lehavy, McNichols y Trueman (2001, pág. 562), que las recomendaciones de los analistas serán útiles para el que ya ha decidido comprar o vender: en tal caso será bueno que siga tales recomendaciones. Otro aspecto que descubren es que las recomendaciones pueden ser más útiles para el caso de empresas pequeñas o medianas, lo que es coherente con que para este tipo de empresas la información está menos diseminada.

Gonzalo e Inurrieta (2001)⁶ estudian un problema similar, aplicado al caso español, y concluyen que los clientes de las casas de bolsa pueden

6. Este trabajo se presentó en el IX Foro de Finanzas de la Asociación Española de Finanzas, y me tocó a mí actuar como comentarista del mismo.

beneficiarse de las recomendaciones de éstas. En algunos casos esas ganancias se producen el día anterior a la publicación de la información, lo que parece indicar que la información se tiene antes. Además, parece que la información se incorpora rápidamente, lo que sería un argumento a favor de la eficiencia.

Tras estos dos últimos estudios se me ocurren algunas reflexiones. Dado que la eficiencia absoluta no se dará nunca, siempre habrá sitio para que alguien con una información o un análisis de última hora de una recomendación, y la competencia entre los analistas y el deseo de adelantarse de los inversores, harán que esas informaciones se trasladen rápidamente a los precios (al comprarse lo que se considera barato, subirá su precio, y viceversa), lo que ayudará a la eficiencia. Precisamente si todos los agentes creyeran que el mercado es eficiente, y nadie estudiara las empresas, nadie hiciera recomendaciones, nadie especulara comprando lo que cree que va a subir y viceversa, los mercados se harían muy ineficientes, al no estar nadie trasladando las informaciones a los precios. Curiosamente, en tales circunstancias, a los analistas se les abrirían amplios campos para recomendar y a los especuladores les aparecerían oportunidades mucho más claras.

En general, cuando los académicos o los *practitioners* descubren una ineficiencia, los defensores de la eficiencia suelen plantear diferentes cuestiones:

- La ineficiencia encontrada puede deberse al tratamiento de datos:⁷ los investigadores prueban una y otra vez hasta que encuentran algo raro en unos datos, y entonces lo publican, pero eso no garantiza que vuelva a suceder.
- Puede fallar el modelo de valoración que se está usando, y deberse el exceso de rentabilidad a una medición errónea del riesgo, por ejemplo.
- Puede haber errores o imprecisiones en las técnicas econométricas utilizadas.
- Puede no ser explotable debido a los costes de transacción, o a algún tipo de restricción legal.
- Puede haber problemas con la liquidez a la hora de tratar de explotar la ineficiencia, o al no haber considerado los costes de obtener o elaborar la información.
- Puede haber, incluso, problemas de horario, al necesitar, en ocasiones, una serie de intermediarios dispuestos a darnos servicio

7. Puede verse Gómez-Bezares (2000, págs. 211-212).

simultáneamente, y en un momento determinado, para poder explotar la ineficiencia.

— Etcétera.

Pero también habrá que aceptar que en ocasiones la ineficiencia, al menos aparentemente, existe. Aquí es donde los defensores de la eficiencia se enfrentan al problema y tratan de entenderlo.

Uno de los más significativos representantes de los neoclásicos, Steve Ross (2005), nos dio una magnífica conferencia en Madrid con ocasión del XIII Foro de Finanzas. En ella hizo un ataque frontal al *Behavioral Finance*, proponiendo que dado que los neoclásicos no son tan rápidos como los partidarios de las finanzas de la conducta en crear nuevas teorías, y tratan de usar la misma teoría para muchos problemas frente a la idea de crear una teoría para cada anomalía, se conceda una moratoria en el trabajo empírico por cinco años para permitir ponerse al día a los neoclásicos. Según Ross (2005) las finanzas de la conducta dicen lo que no les gusta (la hipótesis de racionalidad de los agentes, los modelos ortodoxos), pero no tienen alternativas claras, aunque aspiran a un cambio de paradigma.

Una anomalía que ha sido seguida con mucho interés por los partidarios de las finanzas de la conducta es la sobre-reacción (los valores que llevan mucho tiempo subiendo, tienden luego a bajar, y al revés. Puede verse Gómez-Bezares [2000, págs. 212-213]). Frente a ella aparece otra, el *momentum*, que defiende que las acciones que han tenido altas rentabilidades en el pasado reciente tienden a comportarse bien en el próximo futuro y al revés (Jegadeesh y Titman, 1993). Si esto es así, y hay literatura y práctica que lo corrobora,⁸ estaríamos ante un fenómeno de posible infra-reacción (en plazos no muy largos).

Mucho se ha discutido sobre las posibles explicaciones para el *momentum* (a corto plazo) y para la corrección aparentemente provocada por la sobre-reacción previa (a largo plazo). ¿Son fenómenos relacionados? Hay opiniones encontradas. También los hay que utilizan explicaciones basadas en las finanzas de la conducta, y otros que prefieren explicaciones racionales, como George y Hwang (2007), que hacen un resumen de esta polémica y atribuyen al tratamiento fiscal de las ganancias de capital (que sólo son gravadas fiscalmente en la venta) la existencia de las citadas correcciones a largo plazo.

Fama y French (2008) estudian diferentes anomalías, viendo que algunas son más importantes que otras. Pero concluyen que las rentabilidades

8. Esto ha llegado a la prensa, como puede verse en *El Confidencial* de 25-2-2008.

anormales no sabemos si se deben a ineficiencias o a recompensas por riesgo.

Otro tema de tradicional interés es estudiar qué nos indica el *insider trading*: así, por ejemplo, podemos suponer que los consejeros y altos directivos de las empresas tienen mejor información que el resto de los potenciales inversores, y que cuando compran o venden acciones de su empresa lo hacen conociendo esa información. Marín y Olivier (2008) constatan que los gestores suelen vender bastantes meses antes de las fuertes caídas, pero que compran justo antes de las grandes subidas.

Un trabajo curioso es el de Tetlock, Saar-Tsechansky y Macskassy (2008), que cuantifican el lenguaje usado en las noticias financieras para tratar de predecir los beneficios empresariales y las rentabilidades de las acciones. Sus resultados sugieren que en el lenguaje hay información adicional a las tradicionales informaciones cuantitativas, que sirve para predecir beneficios y rentabilidades, y que los inversores trasladan rápidamente a los precios, lo que apoyaría la eficiencia de los mercados.

Termino aquí este breve repaso sobre algunas noticias recientes que afectan a la eficiencia. Parece que las espadas siguen en alto, y que defensores y detractores del concepto tienen buenos argumentos para esgrimir. Si bajamos a la arena de los mercados bursátiles veremos que las cosas no están más claras: proliferan los fondos que replican un índice, como es el caso de los ETFs, lo que demuestra fe en la eficiencia, y se mantienen los gestores activos, que desconfían de la eficiencia.

4.3. Novedades respecto a los modelos de valoración

Los modelos de valoración (CAPM, APT, y diferentes derivaciones), tal como se conciben en el paradigma eficiencia-CAPM, nos dicen normalmente que la rentabilidad esperada de un título será la rentabilidad del título sin riesgo más el premio (o premios) por riesgo, entendiendo que los títulos más arriesgados deberán proporcionar una mayor rentabilidad. Para el CAPM el riesgo se mide por la beta (riesgo sistemático), y el premio por riesgo de cada título será el premio medio del mercado multiplicado por la beta del título.

A la luz de algunas anomalías se ha ido modificando el modelo, entendiendo que puede haber tipos de riesgo que no son capturados por la beta. Aparece así el conocido modelo de Fama y French (puede verse ampliamente analizado en Gómez-Bezares [2000, caps. 6 y 8]), que introduce como factores de riesgo (que se añaden al de mercado) el ratio libros/

mercado y el tamaño. Y otros autores introducen otros factores. La discusión es si tales factores son realmente medidas de riesgo o simples «arreglos», de origen empírico, para que el modelo siga funcionando. En todo caso, como fácilmente puede comprobar el lector, los modelos de valoración están muy ligados al concepto de eficiencia. Resumiendo la idea: los partidarios de la eficiencia entienden que los modelos de varios factores introducen nuevos factores de riesgo, y si conseguimos que se ajusten adecuadamente a los datos, serían coherentes con la eficiencia. Para los enemigos de la eficiencia, los nuevos factores son sólo «arreglos» para tratar de ajustar la realidad a los deseos de sus autores, pues muchas veces nada tienen que ver con el riesgo. Lo que parece bastante claro es que los modelos de valoración se testan conjuntamente con la eficiencia, y que cuando fallan puede fallar el modelo o la eficiencia (puede ampliarse todo esto en Gómez-Bezares [2000, caps. 8 y 9]).

En el presente subapartado recogeré algunas novedades de los últimos diez años, pudiendo el lector interesado en repasar lo anterior acudir a Gómez-Bezares (2000). Puede también resultar interesante el trabajo de Dimson y Mussavian (1999), donde se da un repaso con amplia perspectiva histórica, incluyendo la valoración de derivados (a la que yo no me referiré ahora).

Brav, Lehavy y Michaely (2005) entienden, dentro de la ortodoxia, que los modelos de valoración de activos relacionan las rentabilidades esperadas de los activos y sus factores de riesgo. La originalidad de su planteamiento consiste en que, para testar el modelo, en lugar de basarse en rentabilidades pasadas (como *proxy* de las rentabilidades esperadas) se basan en las expectativas de los analistas, suponiendo que son estimaciones insesgadas de las expectativas del mercado. Tras su análisis encontraron una relación positiva entre las rentabilidades esperadas y las betas, y una relación negativa entre las rentabilidades esperadas y el tamaño de las empresas, lo que es coherente con considerarlos factores de riesgo. No encuentran relación entre las rentabilidades esperadas y el ratio libros/mercado, por lo que deducen que no se debe considerar como factor de riesgo.

Tal vez por su metodología original, que tal como Brav, Lehavy y Michaely (2005) ponen de manifiesto resuelve algunos problemas (al usar expectativas y no rentabilidades pasadas como *proxy* de las rentabilidades esperadas), obtienen resultados diferentes a otros estudios, y así encuentran una relación estadísticamente significativa entre las rentabilidades esperadas y las betas (de acuerdo con el CAPM, con un premio de mercado de alrededor del siete por ciento por año, lo que resulta razonable).

El factor tamaño también es valorado, aun incluyendo la beta en la

ecuación, luego Brav, Lehavy y Michaely (2005) entienden que es un nuevo factor de riesgo. También introducen el *momentum*, obteniendo que se espera mayor rentabilidad para los perdedores del pasado reciente que para los ganadores (lo que contradice la idea más extendida). Según este estudio no se podría considerar al *momentum* un factor de riesgo, en el sentido de que los ganadores del pasado próximo son más arriesgados y por lo tanto deberían ser más rentables, tal como proponen otros autores.

Para llegar a estos resultados Brav, Lehavy y Michaely (2005) utilizan también los pesos factoriales del modelo de tres factores de Fama y French o del de Carhart (1997), que incluye un cuarto factor, el *momentum* (rentabilidad de las acciones de alta rentabilidad menos rentabilidad de las acciones de baja rentabilidad en el año precedente).

Jegadeesh y Titman (2001) confirman a Jegadeesh y Titman (1993) en el interés de las estrategias de *momentum* (que tratan de aprovechar que los ganadores del pasado próximo se espera que sigan siendo los ganadores en el futuro cercano), y tratan de buscar explicaciones al fenómeno, reconociendo que las explicaciones de las finanzas de la conducta hay que tomarlas con precaución, y que otros pretenden darle una explicación coherente con ser un factor de riesgo.⁹

Davis, Fama y French (2000) documentan que el *value premium* (relación positiva entre el ratio libros/mercado y la rentabilidad media) es robusto. No parece tan claro, sin embargo, el premio de las empresas pequeñas respecto a las grandes (efecto tamaño).

Davis, Fama y French (2000) replican a Daniel y Titman (1997) entendiendo que el *value premium* es una compensación por el riesgo y no es que el ratio libros/mercado sea una característica que produce rentabilidad (lo que podría suceder si las empresas de crecimiento, que tienen bajo ratio libros/mercado, fueran preferidas a las de valor, con alto ratio libros/mercado, por lo que se pagaría más por ellas y rendirían menos, lo que encajaría en las finanzas de la conducta). Pero Daniel, Titman y Wei (2001) discrepan de ellos.

Un tema de gran interés, y al que tal vez no se le ha prestado la suficiente atención, es el de la liquidez. Este tema, además, ha cobrado especial interés tras la crisis iniciada en el 2007, que ha provocado muchos problemas de liquidez. Liu (2006) describe la liquidez como la capacidad de comerciar grandes cantidades, rápidamente, a bajo coste y con escaso impac-

9. Las acciones con alta rentabilidad en los últimos meses se entenderían como más arriesgadas, y por eso deberían dar más rentabilidad en el futuro próximo. Este resultado contradecía el previamente comentado de Brav, Lehavy y Michaely (2005).

to en el precio. Y propone una nueva medida de liquidez, estudia la relación entre el riesgo de liquidez y la valoración de activos, y su relación con las anomalías. Construye así un CAPM aumentado: partiendo de dos factores, el mercado y la liquidez, obtiene sus correspondientes pesos factoriales que utiliza para explicar las rentabilidades esperadas. El modelo funciona correctamente y le permite explicar diferentes anomalías; según Liu (2006), su CAPM aumentado da nuevo soporte al paradigma riesgo-rentabilidad. El trabajo documenta un premio significativo por liquidez (en realidad por iliquidez) y que la liquidez es un factor de riesgo valorado por el mercado.

Lewellen y Nagel (2006) constatan que el CAPM no explica las diferencias entre las rentabilidades esperadas; no nos sirve para entender el efecto tamaño, el *value premium* o el *momentum*. Diferentes autores han tratado de solucionar esto usando el CAPM condicional. Lewellen y Nagel (2006), en un interesante trabajo, demuestran que el CAPM condicional no arregla las cosas. En mi opinión, bastantes de las sofisticaciones econométricas que se están usando últimamente son criticables, y muchas veces ocultan al investigador la realidad de los problemas.

Un problema importante en muchos modelos de valoración es cuánto vale el premio por riesgo del mercado, que será la diferencia entre la rentabilidad esperada del mercado (normalmente aproximada con la rentabilidad esperada de un índice representativo de las acciones que cotizan en el mercado) y la rentabilidad del título sin riesgo. Conocer esto es importante, por ejemplo, para aplicar el CAPM, u otros modelos de valoración; también para saber qué podemos esperar, como media, de nuestras inversiones en bolsa, y para otras muchas cosas. Sin embargo no hay, ni mucho menos, consenso sobre cuál es el valor del premio que debe aplicarse. Como puede deducirse del trabajo de Fernández (2009), el premio del mercado que se propone varía mucho de unos libros a otros, también entre épocas, o si hacemos encuestas, o si aplicamos diferentes metodologías de cálculo. Fernández (2009) cree que un premio del 4% es razonable. Lo cierto es que muchos opinan que el premio histórico, sobre todo si nos fijamos en el mercado norteamericano, puede ser exagerado, como he comentado anteriormente. Fama y French (2002) comentan que el índice S&P ha obtenido un premio entre 1872 y 2000 de 5,57%, lo que les parece alto (debe tener en cuenta el lector que Fama y French [2002] hablan en términos reales, por lo que sus cifras no son exactamente comparables con el resto), pero los hay que proponen un premio del 7% o incluso más.

Fama y French (2002) estiman el premio del mercado utilizando las tasas de crecimiento de ganancias y dividendos para estimar la rentabilidad esperada de las acciones, obteniendo que entre 1951 y 2000 las estima-

ciones del premio fueron el 4,32% y el 2,55%, muy inferiores al obtenido en el mercado, el 7,43%. Fama y French (2002) opinan que el premio obtenido ha sido muy superior al esperado. Harris y Marston (2001) estiman el premio del mercado estadounidense entre 1982 y 1998 basándose en las expectativas de los analistas financieros, llegando a un resultado del 7,14%. Observan que el premio varía en el tiempo, influido, entre otras cosas, por el nivel de los tipos de interés. Lo curioso es que, en contra de lo que muchas veces se opina, entienden que se mueve al contrario de los tipos de interés, dando así una mayor estabilidad a la rentabilidad exigida.

La conclusión de todo lo anterior bien podría ser que no se puede estar seguro sobre cuál es el premio que debemos aplicar. Y hemos de ser conscientes de la importancia que un uno o dos por ciento, arriba o abajo, puede tener a la hora de valorar empresas, calcular el coste del capital, etcétera. Este tema necesita todavía mucho más trabajo.

Fama y French (2007) nos recuerdan que el CAPM, y otros modelos de valoración, se basan en hipótesis poco realistas, fijándose en este trabajo en dos violaciones concretas de estas hipótesis, como es el caso del desacuerdo entre los agentes sobre lo que puede ocurrir en el futuro, o el que diferentes gustos les lleven a tomar diferentes decisiones, como sería el caso de que alguien comprara acciones de una empresa porque le cae más simpática. Desarrollan un sencillo modelo para demostrar que cualquiera de estas violaciones puede llevar a que no funcione el CAPM, y parece lógico, que, de alguna forma, estas violaciones se den. Comentan que las dos anomalías que suscitan más atención: el *value premium* y el *momentum*, tienen explicaciones desde las finanzas de la conducta que podrían englobarse entre los gustos (caso de las «características» para explicar el *value premium*) o en el desacuerdo (donde se podrían englobar algunos modelos que explican el *momentum*).

A la vista de todo lo anterior, betas, CAPM, otros modelos, anomalías, finanzas de la conducta, contrastaciones, metodologías... Habrá que concluir que el CAPM sigue teniendo predicamento, y de hecho se sigue usando y explicando; también se va ampliando y dando lugar a otros modelos, muchos de los cuales podrían englobarse en el APT. Pero también tiene muchos detractores; por un lado los partidarios de las finanzas de la conducta, que tratan de explicar las anomalías con sus variadas teorías y que entienden que no son compatibles con el CAPM y modelos similares, que se basan en un comportamiento racional. Pero tampoco los más ortodoxos están contentos, y así Ross (2005) nos decía que las betas parecen importantes para la valoración pero que «los datos tienen que encontrar todavía un modelo de valoración que les guste», atribuyendo esta idea a Eugene Fama.

Pero de momento, lo que tenemos es el CAPM, sus ampliaciones, el APT. Y eso es lo que normalmente se explica, y lo que más se usa. A eso me refiero cuando digo que el paradigma de los setenta sigue vigente.

5. Temas de actualidad en las finanzas del siglo XXI

Aparte de los temas que he tocado hasta ahora (como finanzas corporativas, eficiencia o modelos de valoración), que como habrá podido comprobar el lector están claramente de actualidad, hay otros que podríamos decir que «están de moda», pues no han sido un campo de trabajo tradicional de los financieros, pero ahora los han cogido con entusiasmo. Me refiero a «ley y finanzas», «gobierno corporativo», «ética y finanzas» y un último tema que quiero introducir referido al «método de investigación en finanzas».

El tema de ley y finanzas, que está muy relacionado con la ética o el gobierno corporativo, estudia las diferencias legales (y también culturales, institucionales...) entre países y su efecto en las finanzas, así como la eficiencia de cada sistema. Uno de los campos de estudio son las diferencias entre los países de tradición anglosajona y los que siguen el modelo europeo continental. También se estudian los modelos de los países en desarrollo y sus resultados. Los diferentes modelos dan lugar a diferencias notables en temas como la forma de financiación de las empresas (más bancaria frente a más bursátil), el control del gobierno de las empresas (más control interno o legislativo frente a más control por los mercados), la organización de los mercados, el nivel y la eficacia de la regulación, grado de intervención del estado en la economía, etcétera.

Kaufmann (2004) hace un repaso de diferentes indicadores en distintos países de los que se deduce que un mayor nivel de ética y una mejor regulación acompañan a un mayor desarrollo económico.

Uno de los más reconocidos especialistas en «ley y finanzas» (coautor del artículo con ese título) es el mexicano Florencio López de Silanes. Se puede encontrar un buen resumen de algunas de sus ideas (y de sus coautores) en López de Silanes (2004). Es un defensor del buen gobierno corporativo; de la protección de la propiedad; de un estado de derecho basado en el equilibrio entre instituciones, regulación flexible, leyes claras y eficientemente aplicadas. Así afirma que «existe hoy evidencia empírica de que las leyes y la regulación son un factor clave en la competitividad internacional» (López de Silanes [2004, pág. 94]). En el citado documento estudia la protección de los inversores en diferentes países, lo que considera

fundamental para el desarrollo; los formalismos legales excesivos, que entiende que desembocan en un sistema judicial ineficiente e injusto, e incluso alientan a la corrupción; la independencia del sistema judicial, que permite proteger los derechos de propiedad, o cómo la rigidez de la regulación laboral influye en el desarrollo de la economía informal y en el aumento del desempleo.

López de Silanes defiende un modelo que sin duda tiene muchas ventajas, aunque tampoco es perfecto. Veamos un dato, en su estudio (págs. 98-100) defiende, con datos empíricos, que la mayor protección de los accionistas conlleva una menor profundidad de las crisis, pero la realidad de la crisis que comenzó en 2007 es que se ha generado en Estados Unidos, y ha tenido unos efectos tremendos en ese país y en otros con regulaciones similares, a pesar de proteger, teóricamente bien, a los accionistas. De aquí me gustaría hacer dos reflexiones: la defensa que muchos investigadores afincados en el mundo anglosajón (y López de Silanes es profesor en Estados Unidos) hacen del modelo anglosajón, puede resultar discutible; por otro lado, ciertas comprobaciones empíricas son problemáticas, como las que se basan en introducir en un índice conceptos como la protección del accionista, la imparcialidad de la justicia, etcétera, como hacen este tipo de investigadores.

El «gobierno corporativo» regula las relaciones entre propietarios y directivos, y considerado de una manera más amplia, las relaciones de la empresa con la sociedad. Ha dado lugar a una amplia literatura, y en España a los informes Olivencia, Aldama y al código unificado de Conthe (que se pueden consultar en la página web de la CNMV). En un mundo caracterizado por los problemas de agencia y las asimetrías informativas (Gómez-Bezares, 2008), se trata de que los directivos empresariales, los consejos de administración, etcétera, cumplan con sus funciones. Se han desarrollado sistemas de incentivos y procedimientos de control, que eviten comportamientos oportunistas y que resuelvan conflictos de interés, pero los acontecimientos de los últimos años nos indican que queda mucho trabajo por delante. También se discute si el objetivo financiero del paradigma de los setenta (maximizar el valor de la empresa) debe ser complementado con la atención a los objetivos del resto de los partícipes.

Muy relacionado con todo lo anterior está la necesaria influencia que la ética tiene que tener en las finanzas. Es evidente que hay que mejorar la regulación para evitar escándalos y abusos (hemos asistido a demasiados comportamientos censurables ocultando o manipulando información, apropiándose de dinero ajeno, etcétera, y todo esto influye claramente en la situación económica), pero tenemos que ser conscientes de que sólo si la

mayoría nos comportamos éticamente el sistema puede funcionar razonablemente bien. También se ha estudiado cómo pueden ayudar las finanzas al desarrollo, donde podríamos incluir los microcréditos. Personalmente creo que estudiar los problemas financieros desde un punto de vista ético es importante, y pienso que la potenciación de los valores éticos será fundamental para la calidad de nuestro desarrollo futuro (puede consultarse Gómez-Bezares [2001]).

Quisiera terminar este apartado haciendo una breve reflexión sobre la actual investigación en finanzas de la que este artículo ha hecho un repaso que puede ser significativo. Hay investigación de una enorme calidad, pero también hay algunos problemas: cierto alejamiento de la realidad, excesiva sofisticación econométrica en ocasiones, atención preferente a las grandes empresas, cierta falta de creatividad (puede verse Gómez-Bezares [2005]). El resultado es que hay una serie de problemas a los que les damos vueltas y vueltas, pero no resolvemos, o que hemos estado alabando el sistema de regulación anglosajón, que es el que nos ha metido en la crisis de 2007.

6. Conclusiones y perspectivas

A lo largo del artículo hemos repasado brevemente la evolución de las finanzas en los últimos cien años, recordando cómo han ido apareciendo conceptos y aplicaciones, para centrarnos en algunos problemas fundamentales que han ocupado a los estudiosos de las finanzas los últimos diez. Creo, y así se lo explico a mis alumnos, que un directivo actual, todavía más si es un directivo financiero, debe conocer con cierta profundidad el concepto de eficiencia y los modelos de valoración, así como sus limitaciones. Mi objetivo ha sido presentar las últimas tendencias en estos conceptos, poniendo los resultados de la investigación financiera al alcance de los *practitioners*. Y lo mismo he hecho con el tema de ley y finanzas, el gobierno corporativo o la necesidad de la ética. Muchos otros temas se podrían haber tocado, pero una extensión razonable del artículo impedía prolongarlo mucho más. Con todo, me gustaría dedicar unas líneas a apuntar otros temas que puedan despertar la curiosidad del lector. Veamos algunos:

- Van a ser crecientemente importantes los intangibles, su valoración y gestión.
- Visión dinámica: las decisiones de hoy afectan a decisiones y acciones del futuro.

- Se desarrollan nuevos modelos de valoración de derivados. Y de tipos de interés.
- Se estudian las ofertas de nuevas acciones en bolsa.
- Se amplían las funciones del director financiero.¹⁰
- Se desarrollan aplicaciones de los modelos de valoración de opciones, para valorar productos de deuda, acciones, etcétera.
- Se estudia la no separabilidad de las decisiones de inversión y financiación (véase la clara explicación de Copeland, Weston y Shastri [2005, pág. 588]).
- Si comentamos anteriormente que la discusión sobre la estructura financiera no está clara, a eso hay que añadir el reto de estudiar distintos tipos de deuda (por ejemplo, a corto y a largo), diferentes formas de fondos propios, etcétera.
- Muy interesante es el estudio de las fusiones, adquisiciones y similares: causas, formas, efectos.
- Se estudia la microestructura o la integración de los mercados. Los argumentos de no arbitraje.
- Se trabaja en temas de banca, seguros, instituciones de inversión, etcétera; desarrollo de mercados en instrumentos. Así como en finanzas internacionales.

Además de estos temas creo que hay que reconocer que se ha trabajado bien en el desarrollo de herramientas para la gestión financiera, con un fuerte apoyo informático. Pero deberemos mejorar el control de riesgos: la crisis de 2007 ha puesto de manifiesto que nuestros sofisticados modelos han fallado, y esto me lleva a reflexionar que no es bueno que los modelos sean tan complicados que sus usuarios no los entiendan; algo parecido ha pasado con determinados instrumentos financieros que no los entendían ni los que los vendían ni los que los compraban. Otros retos que tenemos por delante, además de todo lo ya comentado, son investigar más en el «ruido» (para Ross [2005] será una próxima frontera); acercarnos más a la realidad de nuestro entorno (el hecho de que las finanzas sean, por nacimiento y desarrollo, predominantemente anglosajonas, implica un esfuerzo para adaptarlas a nuestra realidad), sobre todo a las pymes, y relacionado con lo anterior, desarrollar el estudio de casos, como una alternativa razonable de investigación.

Desde principios del siglo xx ha evolucionado notablemente la formación de los financieros, pues a sus tradicionales conocimientos de contabi-

10. Pueden verse con detalle en Copeland, Weston y Shastri (2005, pág. 470). Éste es, además, un libro bastante completo donde se pueden consultar otros temas aquí apuntados.

alidad o derecho, han tenido que ir añadiendo conocimientos de microeconomía y técnicas cuantitativas. Por otro lado, el desarrollo de la disciplina se ha consolidado con la concesión de varios premios Nobel de economía a destacados impulsores del paradigma de los setenta, aunque también a algún crítico.

Tras su breve historia, las finanzas han conseguido un gran protagonismo a través de los mercados, la banca, los seguros, las instituciones de inversión... A la vez que han alcanzado un puesto muy destacado en las empresas, no sólo por la importancia de los departamentos financieros, sino porque se ha consolidado la filosofía financiera de «creación de valor» que impregna toda la gestión empresarial. Aunque en el «debe» tendremos que apuntar la responsabilidad de los financieros en la crisis de 2007. Muchas crisis financieras tienen un patrón similar (Amat, 2008): ambición de riqueza rápida, endeudamiento excesivo para poder comprar más, soberbia de los que van ganando (se creen más listos) y producen envidia a los que no han entrado en el mercado, todo lo anterior ocurre dentro de la euforia que provoca ceguera (no se ve que los precios son absurdamente altos), y al final entra el miedo, el pánico y la histeria. En nuestra crisis de 2007 ¿dónde estaban los modelos de valoración, el control de riesgos, la transparencia informativa, el control que deben hacer los mercados, la creación de valor...? Creo que las finanzas del siglo XXI tienen que interiorizar esta crisis, y sacar consecuencias de ella.

Cien años de investigación y práctica financiera han dado, a mi entender, un fruto muy valioso. Pero como nos decía Ross (2005): las finanzas tienen problemas por resolver, demos gracias a Dios por ello, pero sepamos que los tendremos que resolver nosotros.

Referencias bibliográficas

- AMAT, O. (2008) *Euforia y pánico*, Profit.
- BARBER, B., R. LEHAVY, M. McNICHOLS y 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 y R. MICHAELY (2008) «Managerial response to the may 2003 dividend tax cut», *Financial management*, invierno, vol. 37 (4), 611-624.
- BRAV, A., R. LEHAVY y R. MICHAELY (2005) «Using expectations to test asset pricing models», *Financial management*, otoño, vol. 34 (3), 31-64.

- BREALEY, R.A. y S.C. MYERS (1981) *Principles of corporate finance*, 1.ª ed., McGraw-Hill.
- BREALEY, R.A. y S.C. MYERS (2002) *Principles of corporate finance*, traducido al español como «Principios de finanzas corporativas», McGraw-Hill, 2003, 7.ª ed.
- BYOUN, S. (2008) «How and when do firms adjust their capital structures toward targets?», *Journal of finance*, diciembre, vol. 63 (6), 3069-3096.
- CARHART, M. (1997) «On persistence in mutual fund performance», *Journal of finance*, marzo, vol. 52 (1), 57-82.
- COOPER, M.J., J.J., McCONNELL y A.V. OVTCHINNIKOV (2006) «The other January effect», *Journal of financial economics*, noviembre, vol. 82 (2), 315-341.
- COPELAND, T.E., J.F. WESTON y K. SHASTRI (2005) *Financial Theory and corporate policy*, 4.ª ed, Pearson Addison Wesley.
- DAMODARAN, A. (2001) *Corporate finance*, 2.ª ed., Wiley.
- DANIEL, K. y S. TITMAN (1997) «Evidence on the characteristics of cross-sectional variation in stock returns», *Journal of finance*, marzo, vol. 52 (1), 1-33.
- DANIEL, K., S. TITMAN y 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 y K.R. FRENCH (2000) «Characteristics, covariances, and average returns: 1929 to 1997», *Journal of finance*, febrero, vol. 55 (1), 389-406.
- DIMSON, E. y M. MUSSAVIAN (1998) «A brief history of market efficiency», *European financial management*, marzo, vol. 4 (1), 91-103.
- DIMSON, E. y M. MUSSAVIAN (1999) «Three centuries of asset pricing», *Journal of banking and finance*, diciembre, vol. 23 (12), 1745-1769.
- FAMA, E.F. y K.R. FRENCH (2002) «The equity premium», *Journal of finance*, abril, vol. 57 (2), 637-659.
- FAMA, E.F. y K.R. FRENCH (2007) «Disagreement, tastes, and asset prices», *Journal of financial economics*, marzo, vol. 83 (3), 667-689.
- FAMA, E.F. y K.R. FRENCH (2008) «Dissecting anomalies», *Journal of finance*, agosto, 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*, noviembre-diciembre, vol. 55 (6).

- FRANKFURTER, G.M. y E.G. MCGOUN (2001) «Anomalies in finance: what are they and what are they good for?», *International review of financial analysis*, invierno, vol. 10 (4), 407-429.
- GEORGE, T.J. y C. HWANG (2007) «Long-term return reversals: overreaction or taxes?», *Journal of finance*, diciembre, vol. 62 (6), 2865-2896.
- GÓMEZ MONTEJO, I. (2009) «El debate sobre la gestión activa» publicada en *Situación actual y perspectivas de las instituciones de inversión colectiva*, Fundación de estudios financieros, Papeles de la fundación, n.º 30, 115-128.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (1995) «Panorama de la teoría financiera», *Boletín de estudios económicos*, diciembre, vol. 50 (156), 411-448.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2000) «Gestión de carteras», 2.ª 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*, julio-septiembre, vol. 24, 105-120.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2008) «Novedades en las finanzas corporativas», *Working paper*, Universidad Comercial de Deusto.
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2009) *Las decisiones financieras en la práctica*, 10.ª ed., Desclée de Brouwer.
- GONZALO, V. y A. INURRIETA (2001) «¿Son rentables las recomendaciones de las casas de bolsa?», IX Foro de finanzas, AEFIN y Universidad pública de Navarra, Pamplona, 15 y 16 de noviembre.
- HARRIS, R.S. y 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*, agosto, vol. 56 (4), 1533-1597.
- HIRSHLEIFER, D. y T. SHUMWAY (2003) «Good day sunshine: stock returns and the weather», *Journal of finance*, junio, vol. 58 (3), 1009-1032.
- JEGADEESH, N. y S. TITMAN (1993) «Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency», *Journal of finance*, marzo, vol. 48 (1), 65-91.
- JEGADEESH, N. y 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 y Banco de México, 73-92.
- LEWELLEN, J. y S. NAGEL (2006) «The conditional CAPM does not explain asset-pricing anomalies», *Journal of financial economics*, noviembre, vol. 82 (2), 289-314.
- LI, K. y X. ZHAO (2008) «Asymmetric information and dividend policy», *Financial management*, invierno, vol. 37 (4), 673-694.
- LIU, W. (2006) «A liquidity-augmented capital asset pricing model», *Journal of financial economics*, diciembre, 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 y Banco de México, 93-112.
- MARÍN, J.M. y 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», conferencia pronunciada en el XIII *Foro de finanzas*, Madrid, 17 y 18 de noviembre.
- SHLEIFER, A. (2000) *Inefficient markets: an introduction to behavioral finance*, Oxford university press.
- TETLOCK, P.C., M. SAAR-TSECHANSKY y S. MACSKASSY (2008) «More than words: quantifying language to measure firms' fundamentals» *Journal of finance*, junio, vol. 63 (3), 1437-1467.