

Pasado y presente de las finanzas corporativas

VALENTIN AZOFRA
Universidad de Valladolid

Fecha recepción: 12/09/2012

Fecha aceptación: 5/10/2012

RESUMEN

Desde comienzos del siglo pasado, cuando las finanzas se emanciparon de la economía, el curso expansivo seguido por las finanzas corporativas constituye una historia de éxito. Tras su consolidación como disciplina científica a mediados de los años cincuenta, las finanzas corporativas cambiaron su tradicional perspectiva externa, legal e institucional por otra puramente económica, mucho más analítica y centrada en las decisiones financieras tomadas dentro de la empresa y en su valoración por el mercado. Este cambio de enfoque propició una de las etapas más fructíferas vividas por la investigación teórica y empírica, pero que decía poco acerca de la práctica de las finanzas corporativas. Durante los años ochenta, la aproximación de los planteamientos teóricos a los razonamientos observados en la práctica produjo un conocimiento del gobierno y de la política financiera de las empresas que no tiene parangón con la visión teórica neoclásica. Pero cuando parecía que las finanzas corporativas estaban viviendo su edad de oro, el estallido de la crisis financiera ha puesto en entredicho no pocos de sus fundamentos y predicciones.

PALABRAS CLAVE

Finanzas corporativas, planteamientos teóricos, predicciones empíricas, crisis financiera.

ABSTRACT

Since the early days of last Century, when finance got independent from economy, the expansion of corporate finance has been a success story. After its consolidation as a scientific discipline in the middle of the 50», corporate finance changed their traditional external perspective, legal and institutional, and moved to a new one purely economic, much more analytical and focused on the financial decisions made in firms and their market valuation. This change favoured one of the times more fruitful in both theoretical and empirical research although it said little about the practice of corporate finance. In the 80», the approximation between theoretical developments and practice lead to a stronger knowledge on the management and financial policies in companies that cannot be compared to the neoclassic theoretical focus. However, when it seemed that corporate finance were going through their best times, the financial crisis has questioned quite a lot of their fundamentals and predictions.

KEYWORDS

Corporate Finance, Theoretical developments, empirical predictions, financial crisis.

1. Introducción

Desde los albores del pasado siglo xx cuando la economía financiera (financial economics) emergió como disciplina autónoma de la economía hasta la actualidad, las finanzas corporativas han evolucionado guiadas por el discurrir de las transformaciones económicas, los cambios en la función financiera de la empresa y las responsabilidades de los directores financieros, en busca siempre de respuestas a los problemas, cada vez más complejos, que las empresas han de afrontar en sus procesos de captación y asignación de recursos.

Como disciplina académica, las finanzas corporativas son la rama de las finanzas que analiza las decisiones financieras tomadas dentro de las empresas y los criterios e instrumentos utilizados para tomar estas decisiones. Es también común asociar el término finanzas corporativas a las actividades de la banca de inversión⁷ relacionadas con los procesos de con-

7. La banca comercial es generalmente considerada como un área claramente diferenciada de la banca de inversión, sin embargo sus operaciones se hallan también estrechamente relacionadas con las cuestiones que le son propias a las finanzas corporativas.

centración empresarial –fusiones, absorciones y adquisiciones–, las escisiones y segregaciones de empresas –como los *management buy-out* y los *spin-off*–, las compras apalancadas, las salidas a bolsa o el fracaso financiero en sus distintas manifestaciones –insolvencia, suspensión de pagos y quiebra.

Desde el último cuarto del pasado siglo, las finanzas corporativas se asocian también con el gobierno de la empresa⁸ por mor de la interrelación de esta cuestión con los problemas de incentivos que subyacen a la toma de decisiones financieras. Esta ampliación del horizonte tradicional de las finanzas ha propiciado un análisis de las decisiones financieras que ya no se limita a evaluar su contribución a la creación de valor, sino que considera también el papel que dichas decisiones juegan en la resolución de los problemas de riesgo moral y selección adversa, así como la importancia del marco institucional en la existencia de un mayor o menor grado de protección a los inversores y, como consecuencia, en el desarrollo de los mercados de capitales y en la configuración de estructuras de propiedad más o menos concentradas. Se considera que las características institucionales determinan las singularidades del problema de gobierno corporativo y el diseño y funcionamiento de diversos mecanismos de control.

Aunque en ocasiones se diferencia entre finanzas corporativas (*corporate finance*) y finanzas empresariales (*managerial finance*) –argumentando que estas últimas se ocupan de las decisiones financieras de todas las empresas y no sólo de las tomadas por las corporaciones–, los conceptos y principios fundamentales de las finanzas corporativas son aplicables a los problemas financieros de cualquier tipo de empresa.

Frecuentemente también se distingue entre decisiones y técnicas financieras a largo y a corto plazo. Las primeras conciernen a la obtención de fondos a largo plazo, a la selección de proyectos de inversión y a las relaciones de la empresa con sus accionistas, incluyendo, por tanto, las decisiones estratégicas de inversión, financiación y dividendos. Las segundas atañen a los problemas financieros que se plantean dentro de un horizonte temporal más limitado, como son la determinación de los niveles óptimos de tesorería y del fondo de rotación (Aftalion y otros, 1974).

Desde la óptica de la microeconomía, se considera que las finanzas –o si se prefiere, la economía financiera– es la rama de la microeconomía que tiene por objeto el análisis de los procesos de asignación de recursos en el tiempo por los individuos y las empresas (Zisswiller, 1976). El análisis de

8. Valoración, estructura de capital y gobierno corporativo son para Zingales (2000) las tres áreas principales de las finanzas corporativas.

los procesos intertemporales de asignación de recursos concierne tanto a las decisiones financieras de la empresa (finanzas corporativas) como a las decisiones financieras de los inversores individuales (finanzas de mercado). A efectos del análisis se supone que los inversores individuales se comportan racionalmente y que su problema fundamental es distribuir en el tiempo su presupuesto inicial entre consumo e inversión. Las oportunidades de inversión y el presupuesto o riqueza inicial de los inversores –que se suponen dados– son las únicas restricciones que actúan sobre las decisiones individuales. Los mecanismos existentes para la emisión y negociación de títulos se engloban bajo el término de mercados financieros⁹.

El análisis de las decisiones financieras de la empresa se inscribe, pues, en el dominio de las finanzas corporativas¹⁰, que es la rama de las finanzas que explica las decisiones de inversión, financiación y dividendos en relación a sus efectos sobre el valor de la empresa. En tanto que abstrae y simplifica la realidad –al suponer que las decisiones financieras vienen definidas por su efecto sobre el valor de mercado de la empresa–, la teoría de las decisiones financieras es una teoría de la valoración por el mercado de los títulos emitidos por la empresa. En este contexto, el papel reservado al director financiero es el de actuar como intermediario entre las operaciones de la empresa –una cartera de activos reales– y los mercados de capitales en los que se negocian los títulos o activos financieros emitidos por la empresa para financiar su cartera de proyectos (Haley y Schall, 1979; Brealey y Myers, 1995).

La dicotomía entre finanzas de mercado y finanzas corporativas ha estado siempre presente en el desarrollo de la economía financiera¹¹. Recordando los pasos dados por las finanzas a lo largo de su andadura como disciplina académica, Merton Miller (2000), en el que sería su artículo póstumo, atribuye la tensión existente entre ambas ramas de las finanzas a los diferentes enfoques seguidos por una y otra, a los que denomina «enfoque micronormativo» de las escuelas de negocios y «enfoque macronormativo» de los departamentos de economía.

9. En este marco teórico, inversores, empresas y mercados financieros son los tres componentes en los que se abstrae y simplifica la realidad.

10. Para Zingales (2000), el objeto de las finanzas corporativas no es otro que el estudio del modo en que las empresas se financian.

11. La revisión del estado actual de la investigación que nos ofrece el manual de Constantinides, Harris y Stulz (2003), *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 1A – Corporate Finance y Vol. 1B – Financial Market and Asset Pricing), deja pocas dudas acerca de que en los albores del siglo XXI la dicotomía entre finanzas corporativas y finanzas de mercado sigue perviviendo.

En su artículo, Miller se refiere a las diferencias metodológicas existentes entre estos dos enfoques precisando que el enfoque de las escuelas de negocios centraba su interés en prescribir cuál debiera ser el comportamiento de un tomador de decisiones, sea éste un inversor individual o un gerente empresarial, que trata de maximizar una función objetivo representativa de la utilidad, del rendimiento esperado o del valor para el accionista, suponiendo dados los precios. Como contrapunto a este individualismo metodológico, los modelos de los departamentos de economía asumían un mundo de microoptimizadores –es decir, suponían dado el comportamiento de los inversores– y analizaban cómo debieran evolucionar los precios en los mercados de capitales.

Los dos enfoques, señala Miller, comenzaron a interactuar a partir de los años cincuenta dando lugar al «big bang» de las finanzas modernas que tuvo su primera gran manifestación en 1952 con la publicación en el *Journal of Finance* del artículo de Harry Markowitz: *Portfolio Selection*, y que devino en la denominada «síntesis neoclásica» de ambos enfoques metodológicos.

Fue así como la moderna economía financiera comenzó a discurrir por cauces similares a los de la teoría microeconómica, a saber, la verificación de hipótesis a través de sus consecuencias¹². De aquí que fuese considerada más una teoría prescriptiva de las decisiones que una teoría descriptiva de la realidad. Prescriptiva en cuanto que se apoya en modelos que pretenden la determinación de un óptimo, sujeto a una serie de restricciones, y en cuanto que prescribe normas de conducta, supuestas las hipótesis de partida y la función objetivo a maximizar (Aftalion y otros, 1974). Y no descriptiva porque, como toda teoría, se fundamenta en simplificaciones y generalizaciones de la realidad que, si bien nos proporcionan un preciso método de análisis, no pueden en modo alguno describir situaciones particulares (Zisswiller, 1976).

Como, además, la metodología de toda teoría normativa implica la optimización de un objetivo que, en el lenguaje de la investigación operativa, se denomina función objetivo, las finanzas corporativas asumen como objetivo normativo una redefinición del principio de maximización del beneficio, cual es la maximización de la riqueza de los accionistas a través del valor de la empresa en el mercado.

Esta función objetivo no siempre es fácil de formular, pero resulta

12. O dicho de otra manera: «El progreso en la teoría de las finanzas corporativas procede del solapamiento de las predicciones de la teoría con las observaciones empíricas de la práctica de las finanzas corporativas» (Mayer, 1994).

relativamente sencillo determinar su valor en un momento determinado y, lo que es más importante, permite tener en cuenta el tiempo y el riesgo o incertidumbre asociados a los flujos monetarios futuros. Se considera que el principio de maximización de la riqueza de los accionistas no sólo es una guía válida para la toma de decisiones financieras, sino también un criterio económico racional para la colocación eficiente del ahorro en el mercado de capitales.

La intrusión del método de la teoría económica en el campo de la financiación de empresas condujo a la aplicación de los modelos de valoración de activos financieros a la valoración de proyectos de inversión, a la resolución de los «puzzles» de la estructura de capital y de los dividendos y, a la postre, a la consideración de la empresa como una cartera de cartera de proyectos. Desde entonces, al decir de Merton (1987), las finanzas corporativas se estructuran en torno a la moderna economía financiera, que se caracteriza por «teorías matemáticas rigurosas y estudios empíricos cuidadosamente documentados».

Esta forma de entender las finanzas marcó la evolución seguida por la disciplina desde los años cincuenta hasta mediados de los años setenta del siglo pasado, una de las etapas más fructíferas vivida por las finanzas que, sin embargo, nos permitió comprender que en el mundo de la empresa la lógica de las decisiones financieras no se ajusta a principios o postulados de carácter normativo, sino que se adapta a los cambios que tienen lugar en el mercado y en el entorno de la empresa.

Ello hizo que paulatinamente las finanzas corporativas dejaran de preocuparse por cuestiones esencialmente normativas como ¿cuáles deberían ser las políticas óptimas de inversión, financiación y dividendos? para comenzar a centrar su interés en el desarrollo de teorías positivas sobre cuestiones como ¿cuáles serían los efectos de políticas de inversión, financiación y dividendos alternativas sobre el valor de la empresa?¹³

En la entrada del *New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, correspondiente al término *Corporate Finance*, Mayer (1994) valora los avances derivados de este cambio de enfoque y señala que tres décadas después de que Modigliani y Miller (1958) demostrasen que si los mercados fuesen perfectos las decisiones de inversión y financiación serían independientes, las finanzas corporativas estaban comenzando a cerrar el círculo apuntando a una interrelación directa de las decisiones reales y fi-

13. Como Jensen y Smith (1984) subrayaron, este cambio en el énfasis de la investigación proporcionó una base científica para la formación de una teoría positiva de las decisiones financieras de la empresa.

nancieras de las empresas. A su entender, esta interrelación tenía su origen en el papel de los instrumentos financieros en la transmisión de información a los inversores, en la provisión de los incentivos adecuados a los empresarios y directivos y en la determinación del grado de control que los inversores ejercen sobre las actividades empresariales.

Ahondando en estas razones, Mayer (1994) confronta la teoría con la práctica de las finanzas corporativas e identifica un conjunto de evidencias empíricas que relativizan las conclusiones de la teoría. Su análisis de los estudios de carácter internacional realizados en distintos países revela algunos importantes `hechos estilizados`:

1. La autofinanciación es la fuente de financiación dominante en todos los países.
2. La financiación externa facilitada por la banca es mayor que la procedente de los mercados de capitales, constatándose además que la importancia de la financiación bancaria varía sensiblemente de unos países a otros.
3. Los mercados de acciones contribuyen en pequeña medida a la financiación de las empresas.
4. Los mercados de bonos son una fuente de financiación de importancia relativamente menor para el conjunto de los sectores industriales.

Mayer (1994) concluye su revisión del estado de las finanzas corporativas reconociendo que la conciliación de los hechos estilizados con las recomendaciones normativas exige entender el papel de las instituciones financieras en la financiación y control de las corporaciones.

Un reconocimiento del papel de las instituciones que no hace más que abundar en la idea, todavía no suficientemente aceptada, de que la teoría, la investigación empírica y las aplicaciones prácticas están absolutamente condicionadas por la teoría de la empresa subyacente al dominio de los problemas de las finanzas corporativas.

En este mismo sentido se pronuncia Zingales (2000) cuando indica que la interacción de los problemas de las finanzas corporativas con la naturaleza de la empresa se ha hecho tan estrecha que no parece posible que la investigación en finanzas corporativas pueda seguir avanzando mientras no resolvamos previamente los problemas fundamentales de la teoría de la empresa.

2. El nacimiento de las finanzas corporativas

Aunque no haya acuerdo unánime en el mundo académico a la hora de fechar la partida de nacimiento¹⁴ de las finanzas corporativas, la opinión más generalizada se decanta por los primeros años del pasado siglo¹⁵. En este sentido se pronunciaba Van Horne (1977) en la segunda edición de su influyente manual *Financial Management and Policy*, cuando señala que el nacimiento de las finanzas como disciplina académica en Estados Unidos se produjo a comienzos de la pasada centuria, pudiendo identificarse una serie de etapas en el discurrir de la investigación a lo largo de las primeras décadas del siglo xx que culminaron a principios de los años cincuenta con la consagración del denominado pensamiento financiero tradicional u «*old finance*».

El propio Van Horne (1988) considera que el enfoque dominante, por aquel entonces, ponía el acento más en el análisis externo de la empresa que en la toma de decisiones dentro de la misma. Explica que este planteamiento obedecía a que el punto de vista predominante era el de los aportadores de fondos y también a que hasta los años cuarenta, el estudio de la financiación externa era esencialmente descriptivo e institucionalista. Y resalta que durante este período se prestaba una especial atención al análisis de los flujos de tesorería de la empresa, así como a su planificación y control.

De hecho, la visión tradicional de las finanzas corporativas mereció serias críticas durante la segunda mitad de la década de los cincuenta, tanto por su consideración externa de la empresa, como por su escasa preocupación por las decisiones financieras tomadas dentro de la misma. De las críticas recibidas, Solomon (1972) y Girault y Zisswiller (1973) desgranaron las siguientes:

1. Especial interés por la financiación de las grandes sociedades y la descripción de medios y menor preocupación relativa por las empresas no societarias y las decisiones financieras.

14. No son pocos los autores que posponen el nacimiento de las finanzas como disciplina científica hasta los años cincuenta, haciéndolo coincidir con la publicación en el *Journal of Finance* –cuyo primer número había visto la luz en 1946– del trabajo de Markowitz (1952) sobre selección de carteras.

15. El estudio de las finanzas corporativas venía perfilándose desde finales del siglo xix ante la necesidad de describir y documentar los instrumentos y las instituciones financieras, que evolucionaban rápidamente. También en esa época comienza a desarrollarse el estudio de las inversiones en títulos como una disciplina eminentemente práctica, orientada a la evaluación del rendimiento financiero.

2. Atención preferente a la financiación a largo plazo y escasa a los flujos de fondos a corto plazo y a la gestión del capital circulante.
3. Predominio de consideraciones externas –punto de vista del banquero inversor– en la dirección financiera –centrada en algunos episodios esporádicos del ciclo de vida de la empresa– y falta de consideración de la situación interna de las empresas en fase normal de crecimiento.
4. Análisis centrado en las situaciones, las políticas y los procedimientos, en detrimento de los principios que pudieran informar el desarrollo de teorías.

Por su parte, Jensen y Smith (1984) señalan que el pensamiento financiero tradicional estaba plagado de inconsistencias lógicas y tenía un carácter marcadamente prescriptivo. Precisan que los temas de mayor atención en el campo de las finanzas corporativas eran las políticas óptimas de inversión, financiación y dividendos, pero con escasa o nula consideración de la naturaleza del equilibrio en los mercados financieros y del efecto sobre esas políticas de los incentivos individuales. Y subrayan que el estado poco desarrollado de la economía financiera caracterizó también a las finanzas de mercado hasta las postrimerías de los años cincuenta.

Más cáustico se muestra Zingales (2000) con el pensamiento tradicional en su valoración de la evolución seguida por las finanzas cuando considera que de ser, a principios de los años sesenta, poco más que una colección de recetas¹⁶, han pasado a convertirse en una auténtica disciplina académica que se practica tanto en las escuelas de negocios como en los departamentos de economía, y a influir en el desarrollo de otras ramas de la economía como la organización industrial, la política monetaria y la valoración de activos.

Pese a todo, debe reconocerse el importante papel jugado por el pensamiento financiero tradicional en la consolidación de las finanzas como disciplina autónoma y en la génesis de su actual concepción. De hecho, como muchos autores señalan, la mayor parte de los temas centrales de las modernas finanzas corporativas ya habían sido objeto de consideración por parte de los primeros financistas.

De esta época son los primeros manuales en la disciplina, entre otros, los de Arthur Dewing (1918), Benjamin Graham y David Dodd (1934) y

16. También para Merton (1987), el contenido de las finanzas corporativas anterior a los años sesenta era «una conexión esencialmente imprecisa de creencias basadas en prácticas contables, reglas de decisión y anécdotas».

John Burr Williams (1938). En ellos se encuentran también los primeros pasos dados en las finanzas corporativas en pos de una verdadera teoría.

El manual del profesor de la Universidad de Harvard, Arthur S. Dewing, *The Financial Policy of Corporations*, publicado en 1918, es probablemente el texto más representativo de la visión tradicional de las finanzas corporativas. Con un enfoque descriptivo y una metodología positiva, aborda cuestiones como la constitución de sociedades, emisiones de capital, expansiones, fusiones, reorganizaciones y liquidaciones, priorizando los aspectos externos, legales e institucionales de la financiación de empresas. Aunque el manual no se articula en torno a las decisiones financieras tomadas dentro de la empresa, Dewing no ocultaba su preocupación por cuestiones como la estructura de capital y la política de dividendos.

El conocido y –todavía hoy– reputado manual de Benjamin Graham y de David Dodd, *Security Analysis*, publicado en 1934, representó un avance sustancial en materia de valoración de activos financieros mediante el análisis de los fundamentales de la empresa y sentó los fundamentos intelectuales de lo que posteriormente se conocería como «inversión en valor» (value investing). En su obra, Graham y Dodd adoptaron un enfoque normativo, no positivo, para proponer diversas teorías de valoración de activos, pero no explicaban cómo funcionan los mercados ni desarrollaron el concepto más amplio de cartera de inversión.

The Theory of Investment Value, el manual de Williams publicado en 1938, ofrecía un marco teórico fundamentado en la noción de tasa de descuento como eje argumental. Con esta obra, Williams se convirtió en uno de los economistas pioneros en la aplicación de los modelos de valoración basados en el descuento y en reivindicar la idea de que el precio de una acción debía corresponderse con el valor descontado del flujo esperado de dividendos. Pero sobre todo, aunque no se haya reconocido suficientemente, el manual de Williams introdujo en el mundo de las finanzas corporativas muchas de las ideas y desarrollos que, veinte años después, iban a inspirar los nuevos derroteros de las finanzas corporativas. Es el caso de la «ley de conservación del valor de la inversión» –uno de los pilares de la visión moderna de las finanzas– que Williams expresó originariamente como sigue: «dado que el valor de una empresa es el equivalente actual de todas sus distribuciones futuras de recursos –sean en concepto de pago de intereses o reparto de dividendos–, el valor de la empresa no depende en modo alguno de cómo esté capitalizada»¹⁷.

17. Veinte años más tarde, Modigliani y Miller (1958) hicieron suya esta argumentación y formalizaron por primera vez la ley de conservación del valor para demostrar que en un mercado perfecto, el valor de una empresa es independiente de su estructura de capital.

Los cambios en los sistemas de gestión producidos durante la etapa de expansión económica que siguió a la conclusión de la Segunda Guerra Mundial, dieron lugar a una ampliación de las responsabilidades de la dirección financiera, que pasó a ocuparse no sólo de la obtención de fondos al mínimo coste y en las mejores condiciones, sino también de la asignación eficiente de los mismos. El foco principal de atención de las finanzas corporativas comenzaba así a desplazarse desde los sucesos más relevantes en la vida de la empresa a los problemas internos de gestión relacionados con el análisis de las necesidades de fondos, la planificación y el control de la gestión financiera; así como desde los problemas de iliquidez y solvencia hacia las cuestiones relacionadas con la rentabilidad y el crecimiento (Aftalion y otros, 1974). Una de las obras más representativas de esta etapa es el trabajo de recopilación de Wilford Eiteman et al., *Essays on Business Finance*, publicado en 1953.

También por esos años el uso del ordenador como instrumento de análisis comenzó a contribuir de modo importante al desarrollo de las finanzas. Su utilización permitió el diseño de complejos sistemas de información que proporcionarían al director financiero los datos necesarios para la toma de decisiones. Se realizaron, igualmente, grandes avances en la aplicación de los instrumentos analíticos a la resolución de problemas financieros. Las técnicas de investigación operativa y el desarrollo de la teoría de la decisión hicieron factible un análisis financiero mucho más disciplinado y útil que en épocas pasadas.

Como resultado de estos profundos cambios, los directores financieros comenzaron a interesarse por cómo valoran la empresa sus inversores y acreedores y por la influencia de una determinada decisión sobre esta valoración. Esta preocupación por el análisis del valor planteó la necesidad de contar con un criterio racional de aceptación y rechazo de proyectos de inversión a la hora de asignar eficientemente el presupuesto de capital y desembocó en una evaluación crítica de la estructura de capital y de la política de dividendos de la empresa¹⁸.

La racionalidad de los modelos de valoración de activos basados en el descuento descansa en la teoría de la elección entre consumo e inversión. Toda decisión de inversión es función del tipo de interés, el cual se presenta como un criterio objetivo de elección fijado por el mercado¹⁹. Esta

18. Véanse las notables contribuciones de D. Durand (1952) y M.J. Gordon (1963).

19. El tipo de interés es, pues, una tasa de equilibrio entre inversión productiva y asignación de recursos monetarios, además de una tasa de intercambio entre los valores monetarios presentes y futuros.

lógica conduce a establecer como criterios de valoración de las inversiones el del Valor Actual Neto (VAN) y el de la Tasa Interna de Rendimiento (TIR). Dos criterios a los que subyace un principio básico de valoración financiera: El valor actual de un activo, sea éste una empresa, un proyecto de inversión o un activo financiero, es igual al valor actualizado de los flujos derivados de la posesión de dicho activo.

Concebidos originariamente en un contexto de mercados perfectos²⁰ y eficientes, ambos criterios fueron formulados sobre la base de un valor a maximizar, siendo también susceptibles de aplicación a la valoración de activos financieros. La fundamentación teórica del VAN y del TIR se encuentra en el influyente trabajo de Irving Fisher sobre la teoría de la inversión en certidumbre, publicado en 1930. Este autor demostró que si los mercados de capitales fuesen completos y eficientes, la decisión de producción de una empresa con un único propietario debiera ser independiente de la decisión de consumo intertemporal del empresario.

La separación fisheriana²¹ de las decisiones de consumo e inversión insufló también racionalidad teórica a la hipótesis de unanimidad de los accionistas a la hora de delegar en los gestores la asignación del presupuesto de capital de la empresa, siempre y cuando estos adquieran el compromiso de asumir el criterio de maximización del valor actual neto de los proyectos de inversión. En este mundo ideal, la asignación del presupuesto de capital viene determinada por los flujos de tesorería descontados que los proyectos de inversión generarán en el futuro o, dicho de otra manera, los flujos de tesorería son independientes de la fuente o fuentes de financiación afectas a los proyectos (Azofra y De la Fuente, 2008).

3. La síntesis neoclásica de las finanzas

Como señala Van Horne (1988), la década de los cincuenta vino marcada por la ampliación del marco de análisis de las finanzas corporativas que, a partir de entonces, iban a volcar su atención sobre los métodos de selección de inversiones y las relaciones existentes entre la dirección finan-

20. Se dice que un mercado es perfecto cuando no existen impuestos ni costes de transacción, se puede prestar y endeudarse al mismo tipo de interés, los activos son divisibles, la información es simétrica y puede accederse a ella sin costes, y todos los inversores mantienen expectativas homogéneas respecto a la rentabilidad de los activos.

21. El teorema de la separación de Fischer establece que en un mundo cierto con mercados perfectos de capitales, las decisiones de consumo e inversión de un agente económico individual son independientes entre sí.

ciera y la valoración de activos, dos campos de las finanzas que hasta ese momento habían evolucionado por separado.

Los cambios que durante esos años tuvieron lugar en la función financiera de la empresa, traerían consigo la aplicación de los principios y métodos analíticos de la microeconomía a la resolución de los problemas de las finanzas corporativas. Era el comienzo de una nueva etapa en la evolución del pensamiento financiero que, apoyándose en la teoría microeconómica de la elección individual, devendría en una auténtica teoría para la asignación eficiente de recursos dentro de la empresa, caracterizada por un enfoque analítico de la toma de decisiones, con especial interés en el análisis del valor (Weston y Woods, 1974).

El razonamiento deductivo y formal, característico de la teoría económica, no era el habitual en el mundo de las finanzas²². Irrumpió en la disciplina de la mano del trabajo seminal de Franco Modigliani y Merton Miller (1958) y de la teoría de la elección de carteras desarrollada en paralelo por Harry Markowitz, James Tobin y William Sharpe (economistas todos ellos galardonados con el Nobel de Economía). Con sus contribuciones hicieron posible que comenzase a emerger una teoría coherente, capaz de analizar tanto la financiación de las decisiones de inversión de las empresas como la asignación del ahorro por parte de las economías domésticas: Una teoría basada en la hipótesis de comportamiento racional de los inversores y en el supuesto de equilibrio de mercado. Como señala Pagano (2005), en cuanto estos elementos básicos de la disciplina fueron entrelazados de una manera lógica y sistematizada, la economía financiera pudo desarrollarse de un modo tan rápido como espectacular.

El hito más destacado de los años sesenta fue el desarrollo de la *teoría de carteras* y su eventual aplicación a la dirección financiera de la empresa. Expuesta inicialmente por Markowitz en 1952, la teoría de carteras se vio generalizada y perfeccionada con las aportaciones de Sharpe, Lintner, Mossin, Treynor, Fama y otros muchos autores. Básicamente, esta teoría plantea que el riesgo de un activo individual no debe medirse en términos de la variabilidad de su rentabilidad esperada sino, más bien, en función de su contribución marginal al riesgo global de una cartera de activos. Un activo será más o menos arriesgado, según el mayor o menor grado de correlación entre su rentabilidad esperada y la de los restantes activos de la cartera.

22. El punto de vista metodológico según el cual la bondad de una teoría no depende del realismo de las hipótesis sino de su capacidad para explicar los fenómenos empíricos, gozaba de aceptación generalizada en el ámbito de la investigación económica, pero no así en el ámbito de la investigación financiera.

En los años setenta, el refinamiento adicional del *modelo de equilibrio de valoración de activos financieros* (CAPM) permitió la aplicación de los desarrollos teóricos mencionados a las finanzas corporativas. El modelo de equilibrio de activos financieros vino a sugerir que una parte del riesgo de la empresa no es relevante para los accionistas de la misma, siempre que dicho riesgo pueda ser diversificado a través de la formación de una cartera de acciones. Su simplicidad e idoneidad como instrumento analítico le hicieron pronto revelarse como un modelo adecuado para la evaluación de las decisiones financieras de la empresa.

El *modelo de valoración de opciones* desarrollado por Black y Scholes (1973) fue otra de las contribuciones relevantes de los años setenta a la moderna economía financiera. En un mercado en el que se negocian acciones y opciones sobre esas mismas acciones, un inversor individual puede alcanzar una posición sin riesgo comprando acciones y suscribiendo opciones. Si dicho mercado fuese eficiente, la rentabilidad que se obtendría de una posición cubierta frente al riesgo debiera coincidir con el tipo de interés sobre los títulos libres de riesgo. En estas condiciones, la evaluación de los distintos tipos de opciones se convierte en un problema susceptible de formulación matemática. A partir de estas nociones básicas, numerosas investigaciones se han ocupado de la valoración de títulos y de tratar como opciones cuestiones tales como la estructura de capital de la empresa²³, la inclinación de los prestamistas a limitar el endeudamiento o la introducción de cláusulas de salvaguardia en los contratos de obligaciones de la empresa.

En este discurrir de las finanzas corporativas, el desarrollo de una formulación más explícita de la relación entre los mecanismos de mercado y las decisiones financieras individuales en un contexto de incertidumbre, junto a la idea de que las empresas debieran evaluar sus oportunidades de inversión del mismo modo que los inversores valoran los activos financieros, aceleró el proceso de síntesis neoclásica de los enfoques micronormativo y macronormativo de la investigación en finanzas que, respectivamente, venían caracterizando el quehacer académico de las escuelas de negocio y los departamentos de economía (Miller, 2000; Bailey, 2007).

De este modo, comenzaron a entrelazarse dos ramas de la economía financiera que hasta este momento habían evolucionado separadamente: la teoría de carteras con sus aplicaciones a la valoración de activos finan-

23. Black y Scholes (1973) se basaron en los argumentos del arbitraje, tipo MM, para derivar su célebre fórmula de valoración de opciones. Como observó y demostró con elegancia el propio Miller (1988): «El conocido teorema de la paridad put-call realmente no es más que la proposición I apenas oculta bajo su disfraz».

cieros (finanzas de mercado) y la teoría de las decisiones financieras (finanzas corporativas). La confluencia de ambas marcó el inicio de una de las más fructíferas etapas en el proceso de expansión de las finanzas.

Por su crucial influjo sobre este proceso de síntesis neoclásica, el trabajo seminal de Franco Modigliani y Merton Miller «*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*», publicado en la *American Economic Review* del mes de junio de 1958, merece una especial consideración. Ambos académicos²⁴ fueron los primeros en tener en cuenta la naturaleza del equilibrio en los mercados de capitales a la hora de plantear y resolver los problemas de las finanzas corporativas. Además, su método de análisis, basado en el equilibrio y el arbitraje, supuso una modificación radical del papel del análisis económico en el estudio de la estructura de capital y al decir de Ross (1988), un cambio fundamental en la orientación de las finanzas corporativas al transformar su tradicional enfoque institucional en otro puramente económico. Con sus proposiciones sobre la irrelevancia de la estructura de capital demostraron que, bajo un conjunto restrictivo de condiciones, el valor de la empresa²⁵, el coste del capital y la rentabilidad requerida de los proyectos de inversión son independientes de su estructura de capital, estableciendo así una completa separación de las decisiones empresariales de inversión y financiación.

Modigliani y Miller (1958) apelaron a la lógica del arbitraje para extender el teorema de la separación²⁶ de Fisher a un mundo incierto: Dado que el mercado valora a las empresas como si de una cartera de activos se tratara, cuando los planes de producción subyacentes a dos empresas diferentemente financiadas sean los mismos, también el valor de mercado de esas empresas debiera ser el mismo pues, de lo contrario, existiría una oportunidad de arbitraje a la espera de ser explotada. A partir de esta observación, pueden pro-

24. Sobre Modigliani dijo Paul Samuelson «que debería haber ganado varias veces el Premio Nobel...cuando falleció, era el economista más importante del mundo». De Miller se dijo que «así como en física existe un antes y un después de Albert Einstein, en medicina hay un antes y un después de Alexander Fleming, en finanzas existe un antes y un después de Merton H. Miller».

25. El valor de la empresa depende únicamente de la capacidad de su cartera de proyectos para generar renta, no de los títulos que la empresa emite para financiar sus inversiones. Esto es, la creación de valor viene determinada únicamente por esa amplia gama de decisiones estratégicas y operativas que afectan al lado izquierdo del balance y a las que los profesores de finanzas solemos referirnos con el término política de inversión de la empresa, pero no depende de su política financiera.

26. Irving Fisher había demostrado que en un mundo cierto «el plan de producción que maximiza el beneficio de la empresa no se ve afectado por las decisiones de préstamo/endeudamiento de sus propietarios», es decir, el plan de producción es independiente de la decisión de financiación.

barse sus proposiciones bien asumiendo la ausencia de arbitraje, como hicieron Modigliani y Miller, o bien demostrando la existencia de un equilibrio general²⁷ en el que cada una de las proposiciones se verifica. De hecho, años más tarde, en su análisis del impacto del dividendo sobre el precio de las acciones, Miller y Modigliani (1961) volvieron a apelar a la lógica del arbitraje para demostrar que en un mercado perfecto, el valor de la empresa es también independiente de su política de dividendos.

A esta completa separación de las decisiones financieras de la empresa se la conoce en la literatura como teorema MM²⁸, aunque como bien señala Duffie (1994), más que un teorema es una proposición de irrelevancia que establece las condiciones bajo las cuales las decisiones financieras de una empresa no afectan a su valor o, si se prefiere, una consecuencia lógica del cumplimiento del «principio de aditividad del valor»²⁹ o, más precisamente, de su recíproco o «ley de conservación del valor»³⁰.

En conversación con Klammer (1983), Franco Modigliani resumió el teorema MM como sigue: «... bajo las hipótesis de mercados perfectos (y neutralidad impositiva) e inversores racionales, que pueden replicar la estructura financiera de la empresa formando carteras con préstamo o con endeudamiento, el valor de mercado de la empresa –deuda más fondos propios– depende únicamente del flujo de renta generado por sus activos. Consecuentemente puede argumentarse que el valor de una empresa no debiera verse afectado por el grado de endeudamiento de su estructura financiera o por el empleo que se haga de los rendimientos obtenidos –pagados como dividendos o reinvertidos (rentablemente).»

Tras Modigliani y Miller, la investigación en finanzas corporativas orientó sus esfuerzos hacia la identificación de las imperfecciones del mercado de capitales que *a priori* pudieran tener un efecto predecible sobre el

27. Si bien esta segunda vía puede parecer más general pues no requiere asumir la hipótesis de que para cada empresa existe otra perteneciente a la misma clase de riesgo, la ausencia de arbitraje es sin embargo una hipótesis más convincente y mucho más realista que la existencia de un determinado equilibrio.

28. Merton (1987) considera que el teorema MM es el equivalente de la dinámica newtoniana.

29. De acuerdo con este principio, el valor actual de la combinación de dos activos es igual a la suma de sus respectivos valores actuales, separadamente considerados.

30. La ley de conservación del valor establece que el valor de un activo se conserva independientemente de los derechos sobre el mismo. Por consiguiente, una empresa no podrá modificar el valor total de sus títulos –que son activos financieros– con tan sólo fraccionar sus flujos de tesorería en distintas corrientes de renta, pues el valor de la empresa vendrá determinado por la capacidad de sus inversiones productivas para generar riqueza, y no por los títulos que haya emitido para financiar su cartera de proyectos.

valor de la empresa. La relajación de la hipótesis de mercados perfectos³¹ dio entrada en el análisis a tres consideraciones con respecto a la naturaleza de las imperfecciones del mercado y a su incidencia sobre la valoración de la empresa por el mercado (Jalilvand y Harris, 1984):

1. En mercados imperfectos de capitales las decisiones de financiación y dividendos influyen en el valor de mercado y, como consecuencia, las empresas se marcan ratios–objetivo de endeudamiento y de reparto de dividendos a los que, como objetivos a largo plazo, tratan de ajustar su política financiera.
2. Los costes o restricciones del ajuste, en cuanto fricciones del mercado, condicionan el proceso de ajuste, de suerte que las empresas no pueden completar éste, limitándose a mantener pautas de ajuste parcial.
3. Las imperfecciones del mercado dan lugar a importantes interacciones de las decisiones de inversión, financiación y dividendos.

En su discurrir por el primero de los cauces apuntados –efecto valoración–, la teoría de las decisiones financieras se vio notablemente enriquecida por un sinfín de contribuciones analíticas que intentaron conciliar e integrar el análisis del problema desde el lado de la oferta –decisiones financieras de la empresa– con el análisis del mismo desde el lado de la demanda –decisiones financieras individuales–. Desde los otros dos ángulos del análisis –ajuste parcial e interdependencia–, los estudios en la materia se centraron más en el lado empírico de la cuestión, en un intento de explicar las políticas financieras de las empresas observadas en el mundo real (Marsh, 1982).

Alrededor de esta corriente de análisis y de la mano de una nueva generación de economistas financieros, durante el tercer cuarto del siglo xx se sucedieron algunas de las más brillantes aportaciones a las finanzas. Como resultado de tan importante esfuerzo investigador, a mediados de los años setenta el paradigma neoclásico se había adueñado del núcleo duro de la moderna economía financiera. En palabras de Gómez-Bezares (2005), en esos años la estructura del paradigma «estaba básicamente construida y los investigadores aceptaban la verdad de su sistema, donde los pilares fundamentales eran la eficiencia de los mercados y los modelos de valoración, junto con una aceptación del método de trabajo para seguir avanzando, consistente en crear modelos y contrastarlos estadísticamente en los mercados».

31. Las hipótesis de mercados completos e información perfecta fueron centrales para el teorema MM de separación de las decisiones financieras.

Con la perspectiva que nos brinda el paso del tiempo, una forma de valorar la contribución del paradigma neoclásico a la consolidación de las finanzas corporativas es ir al «estado del arte» que, bajo el sugerente título de «lo que sabemos y no sabemos en finanzas», nos ofrecían Brealey y Myers en el capítulo final de la primera edición de su obra, *Principles of Corporate Finance*, publicada en 1981.

El compendio de lo que sabíamos se estructuraba en torno a las cinco grandes contribuciones que habían sido cruciales en el desarrollo de la moderna economía financiera: el valor actual neto, el modelo de equilibrio de activos financieros, la eficiencia de los mercados financieros, el principio de aditividad del valor y la teoría de opciones. Por aquel entonces, estos cinco principios o construcciones teóricas constituían el armazón de la teoría financiera y eran múltiples sus potenciales aplicaciones a la toma de decisiones financieras, básicamente en materia de selección de inversiones, política de financiación, política de dividendos y valoración de la empresa.

El estado del arte se completaba con la lista de los diez problemas, a modo de interrogantes, considerados fundamentales por Brealey y Myers (1981) para entender la política financiera de las empresas, pero hasta la fecha no satisfactoriamente resueltos –lo que no sabemos– por las finanzas: ¿Cómo se toman las decisiones financieras? ¿Cuáles son los factores que determinan el valor actual neto y el riesgo de los proyectos de inversión? Rentabilidad y riesgo: ¿Nos hemos olvidado de algún factor relevante? ¿Hay excepciones importantes a la teoría de los mercados eficientes? ¿Cómo se valoran las opciones complejas? ¿Cómo pueden explicarse los procedimientos de emisión de acciones ordinarias? ¿Cómo podemos explicar la estructura de financiación? ¿Cómo resolver la controversia sobre la política de dividendos? ¿Cuál es el valor de la liquidez? ¿Cómo pueden explicarse las olas de fusiones?

En suma, un balance que a grosso modo pudiera valorarse como muy positivo para las finanzas de mercado, pero que era también revelador de lo poco que la moderna economía financiera se había ocupado de resolver los problemas de las finanzas corporativas. Afinando más esta valoración, cabría afirmar que, en el dominio de las finanzas de mercado, las contribuciones del paradigma neoclásico resultaban incuestionables y su utilidad estaba fuera de toda duda. El carácter fuertemente competitivo de los mercados financieros permitía colegir su cuasi-eficiencia y confirmar la validez de los modelos teóricos a través de sus aplicaciones al campo de la innovación financiera.

4. La edad de oro de las finanzas corporativas

Los síntomas de agotamiento del paradigma neoclásico eran más que evidentes a mediados de los años setenta. La excesiva abstracción de la realidad empresarial que el enfoque neoclásico requiere para ser aplicado a la resolución de problemas financieros y la adopción del mercado de capitales como marco de valoración de la empresa, habían propiciado que la moderna economía financiera deviniese en una teoría de los mercados financieros, a través de los cuales las empresas transforman el dinero de hoy en dinero de mañana. A este nivel de abstracción la única función que a la dirección financiera se le reserva es la de mediar entre el mercado de capitales y las operaciones de la empresa.

Las predicciones de una teoría de estas características difícilmente, pues, podían encajarse con el comportamiento de las empresas observado en el mundo real. Como consecuencia, pronto comenzaría a cuajar la idea de que para resolver los problemas de las finanzas corporativas era necesario contar con una verdadera teoría de la empresa: una teoría que permitiera analizar los fenómenos financieros desde una perspectiva organizacional y en la que la empresa dejase de ser esa «sombra misteriosa» (Hahn, 1981) que actúa en los mercados, normativamente irrelevante para el tipo de análisis practicado por los economistas neoclásicos.

Al estado de la moderna economía financiera a mediados de los años setenta se refería Jean Tirole (2006) en los términos siguientes: «Los años setenta llegaron con la perspectiva de que el modelo de equilibrio general de Arrow-Debreu podía ser una herramienta poderosa para analizar la valoración de los títulos en los mercados financieros, pero que decía poco acerca de las decisiones financieras de las empresas, y acerca de su gobierno.

Fue así como, coincidiendo con la publicación del artículo de Michel Jensen y William Meckling (1976) *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure*, en el *Journal of Financial Economics*, el paradigma neoclásico comenzó a verse desplazado de las finanzas corporativas. Era el principio de un nuevo «big-bang» metodológico de resultados del cual la investigación en finanzas iba a cambiar su concepción neoclásica del mundo, tan simplista como determinista, por otra mucho más realista que nos ha permitido aproximar los planteamientos teóricos a los razonamientos observados en la práctica y generar un conocimiento de la política financiera de las empresas que no tiene parangón con la visión teórica que imperaba en la disciplina a mediados de los años setenta.

Las claves más importantes para entender el carácter innovador y rup-

turista de la teoría positiva de la agencia³² con respecto al modelo neoclásico, se encuentran en su marco conceptual y metodológico, a saber:

1. Análisis de los problemas de las finanzas corporativas a la luz de una teoría de la empresa inspirada en las ideas de Coase (1937) y en el modelo de producción en equipo de Alchian y Demsetz (1972), en la que la empresa ha dejado de ser la «*caja negra*» del enfoque neoclásico.
2. Rechazo implícito del modelo de racionalidad sustantiva, o si se prefiere del modelo de hombre (*homo oeconomicus*) característico de las finanzas neoclásicas, y consideración explícita de los costes de información.
3. Aplicación de la teoría positiva de la agencia al análisis de las relaciones contractuales en las finanzas corporativas y sus implicaciones para la estructura de propiedad y el sistema de gobierno de la empresa.
4. Empleo de nuevos métodos y técnicas de investigación ante las limitaciones de la formalización matemática de las teorías, las insuficiencias de los análisis estadísticos y econométricos de los datos y la falta de evidencia cualitativa e institucional sobre la mayor parte de los fenómenos organizativos y financieros.

El influjo del paradigma de la agencia sobre el análisis de las decisiones financieras iba a permitir a las finanzas corporativas u organizacionales escapar del *gueto* en el que las había recluso el modelo de Modigliani y Miller y ampliar su ámbito de estudio—hasta entonces ceñido prácticamente a la valoración de inversiones, la estructura de capital y la política de dividendos de la empresa— a nuevas cuestiones como los derechos de los accionistas, la remuneración de los directivos, la naturaleza jurídica de la empresa, la composición y organización del consejo de administración, la relevancia de la información contable como *input* fundamental del gobierno de la empresa y parte integral de su arquitectura organizativa, el papel de los analistas financieros y un largo etcétera relacionado con los mecanismos internos y externos de control corporativo.

A este cambio paradigmático se refería el propio Michael Jensen (1993) en su alocución presidencial a la *American Finance Association*, al decir que la teoría de la agencia había cambiado profundamente la teoría de la organiza-

32. Una teoría de carácter positivo cuya concepción de la empresa, como señala Zingales (2000), prevalece desde entonces en las finanzas corporativas.

ción y la financiación de empresas, y que, como consecuencia, no sólo hemos aprendido a entender de una forma diferente las finanzas corporativas, sino también los efectos del endeudamiento, las formas de gobierno y el papel de los inversores activos sobre los incentivos y la eficiencia organizativa.

Como corolario de este cambio paradigmático, la incorporación al análisis de factores institucionales, legales y políticos fructificó en el desarrollo de una teoría positiva del gobierno de la empresa, centrada en los mecanismos de vigilancia y supervisión de los que están dentro de la organización por parte de los que están fuera, y orientada a explicar las relaciones de causalidad entre la protección legal a los inversores, el desarrollo de los mercados financieros, el grado de concentración de la propiedad empresarial, los márgenes de discrecionalidad directiva y el efecto de las decisiones financieras sobre el valor de la empresa.

De la mano del nuevo paradigma, las finanzas corporativas comenzaron a volver sus ojos sobre el problema quizás más importante del dominio de la disciplina, cual es conocer el origen de las oportunidades de inversión³³, durante muchos años relegado al olvido por el análisis neoclásico al suponer dadas las oportunidades de inversión³⁴ y, por ende, los flujos de fondos de ellas derivados.

La profundización en el conocimiento de la naturaleza de la empresa y el reconocimiento del carácter organizativo e interactivo de las decisiones financieras trajo consigo un incremento considerable del grado de complejidad de la investigación en finanzas que, a su vez, iba a evidenciar las insuficiencias metodológicas del paradigma neoclásico y en particular, las insuficiencias del recurso a la formalización matemática y a las técnicas econométricas para resolver satisfactoriamente los nuevos *puzzles* que hoy conciernen a las finanzas corporativas.

33. En su allocución presidencial a la *American Finance Association*, Jensen (1993) señalaba también que «las finanzas son hoy mucho menos un ejercicio de valoración de un flujo de fondos dado (aunque todavía sea importante) y mucho más el estudio de cómo aumentar ese flujo de fondos». De manera similar se pronunciaba Brennan (1995) en su discurso conmemorativo del vigésimo quinto aniversario de la *Financial Management Association*, reconociendo que «el profesor de finanzas tiene mucho más que decir sobre la política de financiación que sobre la decisión de inversión».

34. El carácter supuestamente dado de las oportunidades de inversión y de los flujos de fondos de ellas derivados permite justificar el análisis separado de las decisiones de inversión y financiación y colegir, por ende, que la cuantía y variabilidad de los flujos de tesorería generados por un proyecto de inversión son independientes del modo en que el proyecto sea financiado. Sin embargo, como Jensen y Meckling (1976) observaron, la «existencia de costes de agencia proporciona sólidos argumentos para sostener que la distribución de probabilidad de los flujos de fondos no es independiente de la estructura de capital o propiedad».

Desde luego, no parece que el recurso a la formalización matemática sea el procedimiento más razonable para analizar los conflictos de intereses, las asimetrías de información, el carácter opcional de las inversiones, la especificidad de los activos o la diseminación del conocimiento en las organizaciones. Como, además, la mayor parte de las variables fundamentales que intervienen en el análisis son variables complejas, a menudo no cuantificables³⁵ y casi siempre difíciles de aproximar, no parece tampoco que las técnicas estadísticas y econométricas convencionales sean el instrumento metodológico adecuado para verificar muchas de las predicciones de la investigación actual en finanzas. Ante este problema de verificación, los estudios clínicos basados en la investigación de casos³⁶ comenzaron a abrirse paso en el campo de la investigación empírica³⁷.

Allende lo anterior, nuevas corrientes de investigación comenzaron a centrar su interés en la contrastación empírica y modificación de los postulados tradicionales de la disciplina. Esta parcela de la investigación fluye hoy a través de dos cauces diferenciados pero convergentes. Por un lado, las investigaciones teóricas y empíricas que se inscriben en el campo de las «finanzas behavioristas», interesadas en el análisis de las decisiones humanas desde el punto de vista de la psicología cognitiva. Y por otro, los estudios orientados a contrastar la validez de las predicciones procedentes de la teoría financiera a través de «experimentos de laboratorio». Dos líneas de investigación coincidentes en su rechazo –aunque metodológicamente diferentes– de la hipótesis neoclásica de racionalidad con el argumento de que el modelo de hombre económico, dotado de racionalidad ab-

35. Como subraya Jensen (1983), el problema metodológico se plantea a la hora de contrastar las hipótesis derivadas de una teoría positiva con la realidad o con los datos extraídos de ella. Dado que la mejor evidencia sobre la mayor parte de las prácticas organizativas, financieras y contables es evidencia cualitativa e institucional y dado que este tipo de evidencia no es conmensurable ni susceptible de agregación, a partir de ella no podemos calcular medidas formales de la tendencia central y errores estándares de la estimación.

36. El método del caso se muestra especialmente adecuado cuando el fenómeno a explicar es el resultado de la interacción compleja de múltiples factores, en cuyo caso la validez de una teoría no depende únicamente de la convergencia de sus predicciones con los hechos reales, sino también de que sea plausible la explicación de la naturaleza de la relación causal. Con el método del caso no se persigue, pues, una generalización estadística de la validez de nuestras proposiciones, sino una generalización analítica de la validez de nuestros modelos ante distintas situaciones.

37. La invitación realizada por los editores del *Journal of Financial Economics* a los investigadores en finanzas para remitir estudios de casos a la revista, fue sin duda el espaldarazo definitivo al empleo de esta metodología: «Los estudios clínicos pueden orientar los trabajos de los formalizadores y de los econométricos hacia teorías más pertinentes para el análisis en profundidad de las dimensiones más importantes de los fenómenos organizacionales en el mundo real» (Jensen et al., 1989).

soluta, sujeto a las leyes de la lógica y basado en el cálculo estadístico, es sencillamente irreal y, por consiguiente, conduce a predicciones erróneas.

Las finanzas behavioristas cuestionan la verosimilitud y consistencia de la hipótesis de eficiencia de los mercados, a cuyo abrigo los administradores de las empresas debieran creer que los precios reflejan racionalmente toda la información pública disponible y los inversores ser conscientes de que los administradores actúan en su interés, respondiendo racionalmente a los incentivos proporcionados por los contratos de compensación, el mercado de control societario y demás mecanismo de gobierno.

Desde este cuestionamiento, la rama behaviorista de las finanzas de mercado parte del supuesto de que los inversores no son *completamente* racionales y que su comportamiento impide las operaciones de arbitraje, por lo que la valoración de los títulos no será siempre la que correspondería a un mercado eficiente. Por su parte, la rama behaviorista de las finanzas corporativas considera que los administradores se comportan sesgadamente y que el optimismo o el exceso de confianza les hacen creer que las empresas que gestionan están infravaloradas, por lo que tienden a seguir políticas subóptimas de inversión y a preferir la financiación interna a la externa.

Confluyendo con esta corriente de investigación³⁸, la economía experimental está contribuyendo de manera significativa a la «falsación» de la teoría de los mercados eficientes y a un mejor conocimiento del proceso de formación de los precios en los mercados de capitales, mediante la realización de experimentos controlados de laboratorio.

Con la ruptura del paradigma neoclásico, la investigación en finanzas dejó de ser un campo relativamente homogéneo para adoptar una concepción mucho más realista del mundo, que viene enriqueciendo nuestra comprensión de los fenómenos financieros desde mediados de los años setenta. La calidad y el impacto de las contribuciones realizadas al desarrollo de las finanzas corporativas desde finales de los setenta hasta finales de los ochenta, añade Zingales (2000) avalan la creencia de que las finanzas corporativas vivieron su «*edad de oro*» durante la década de los ochenta.

En apoyo de esta creencia, Zingales trae a colación los dos *surveys*, a su juicio más relevantes, sobre el estado actual de la investigación en las

38. La concesión en 2002 del Nobel de Economía a Daniel Kahneman y Vernon Smith (Amos Twersky, fue sólo mencionado por razón de su reciente fallecimiento) constituyó el espaldarazo académico a esas dos corrientes del análisis económico que hoy conocemos como economía behaviorista y economía experimental.

principales áreas de las finanzas corporativas: el de Harris y Raviv (1991) sobre la estructura de capital y el de Shleifer y Vishny (1997) sobre gobierno de la empresa. Dos contribuciones que coinciden en el tiempo con un período de intensa investigación en el campo de las finanzas corporativas y que en cierta manera, según Zingales, lo cierran. No niega la importancia de otras investigaciones posteriores pero entiende que son de carácter fundamentalmente empírico y que, en todo caso, no cuestionan el marco conceptual subyacente al análisis de Harris y Raviv.

Hay que reconocer sin embargo que los avances en el ámbito de las finanzas, tanto los registrados durante los años ochenta como los habidos durante la década de los noventa o los que han seguido produciéndose durante los primeros años del nuevo siglo, han afectado mucho más a las finanzas corporativas que a las finanzas de mercado. El influjo del cambio paradigmático sobre estos avances y la naturaleza de los mismos se perciben fácilmente cuando se comparan los problemas de las finanzas no resueltos en los primeros años ochenta con los que seguían sin resolverse a comienzos del nuevo siglo.

Yendo de nuevo al capítulo final del manual de Brealey, Myers y Allen (2010), esta vez al correspondiente a su novena edición, se observa que la lista de cuestiones pendientes –lo que no sabemos– se mantenía casi idéntica a la presentada en la edición de 1981³⁹. En cambio, el inventario de conocimientos adquiridos añade dos nuevos e importantes epígrafes a lo que ya sabíamos veinte años antes: La teoría de la estructura de capital y la teoría de la agencia.

Con todo, pudiera parecer que los avances logrados por la investigación durante las últimas décadas no fueron tan satisfactorios como cabía haber esperado, máxime si fuésemos cotejando, capítulo a capítulo del manual de Brealey y Myers, la consistencia y verosimilitud de las hipótesis y modelizaciones a partir de las cuales se articula la disciplina. Cuando así se procede, se constata que muchas de las cuestiones planteadas, no sólo no han sido resueltas, sino que treinta años después su grado de complejidad ha aumenta-

39. Entre los cambios producidos podía apreciarse que cuatro de los diez viejos problemas que engrosaban la lista de cuestiones no resueltas en 1981, a saber: ¿Cómo se toman las decisiones financieras? ¿Cómo se valoran las opciones complejas? ¿Cómo pueden explicarse los procedimientos de emisión de acciones ordinarias? ¿Cómo podemos explicar la estructura de financiación?, habían recibido respuesta, si no definitiva, sí al menos satisfactoria. En su lugar, se abrían otros cuatro nuevos interrogantes: ¿Cuál es el valor de la dirección? ¿Cómo puede explicarse el éxito de las más recientes innovaciones financieras? ¿Qué riesgos debe asumir una empresa? ¿Cómo podemos explicar las diferencias internacionales en la arquitectura financiera? De este modo, el número de cuestiones no resueltas incluidas en la lista de 2010 seguía siendo diez.

do. Cabría colegir entonces que en materia de finanzas corporativas los interrogantes siguen siendo los mismos y sólo han variado las respuestas.

Sea como fuere, no parece arriesgado afirmar que el recorrido seguido por las finanzas ha situado a la disciplina ante una encrucijada de caminos. A un lado, se halla el paradigma de corte neoclásico, durante muchos años dominante, basado en la racionalidad y la optimización del comportamiento de los agentes, y apoyado en el argumento del arbitraje. Al otro, el paradigma contractual de corte institucionalista que, en clara ruptura con la corriente neoclásica, proporciona respuestas de distinta naturaleza argumental a los viejos y nuevos problemas de las finanzas (Azofra y Fernández, 1999).

5. La economía financiera y la ciencia económica ante la reciente crisis financiera

El gran filósofo de la ciencia, Thomas Kuhn, dejó escrito que «llegado el caso un paradigma puede incluso aislar a la comunidad de aquellos problemas socialmente importantes que no son reductibles a la forma de rompecabezas debido a que no se pueden plantear en términos de las herramientas conceptuales e instrumentales que suministra el paradigma» (Kuhn, 2005). Pues bien, eso exactamente es lo que parece haber ocurrido con el paradigma todavía dominante en la ciencia económica o si prefiere con la visión teórica de la economía y las finanzas, tras el desencadenamiento de la primera gran crisis financiera del siglo XXI.

Tras un largo período de auge económico⁴⁰, creíamos que los ciclos económicos habían dejado de ser recurrentes e, incluso, habíamos relegado al olvido la controversia académica acerca de las causas que los originan. La mayor parte de los expertos creía que el manejo de la política monetaria iba a prolongar indefinidamente el largo período de estabilidad y ausencia de fluctuaciones que estábamos viviendo desde mediados de los años ochenta: La «Gran Moderación».

Pero cuando parecía que «la era de los auges y de las crisis había pasado a la historia para siempre», se desencadenó una «tormenta perfecta» que diluyó nuestras infundadas esperanzas y engendró una crisis global y sistémica cuyos rasgos más característicos son bien visibles: exceso de capacidad tanto en los sectores productivo y financiero de la economía, sobrea-

40. Desde mediados de los años ochenta, la economía mundial seguía una senda de crecimiento estable solo perturbada por algunas suaves fluctuaciones.

loración de activos, excesivo endeudamiento de las familias y de las empresas financieras y no financieras y riesgo de quiebra de los Estados.

En un primer momento se pensó que aunque las burbujas y las crisis financieras habían sido un fenómeno recurrente a lo largo de la historia, esta vez era diferente (*this time is different*)⁴¹ pues, consciente o inconscientemente, se había interiorizado que los mercados financieros eran eficientes o cuasi-eficientes y tendían al equilibrio, que las decisiones de sus operadores eran óptimas ya que reflejaban toda la información disponible, que los precios resultantes eran siempre correctos y que, por ende, los modelos macroeconómicos fundamentados en estas premisas microeconómicas posibilitaban la «gestión científica de las variables monetarias». Sin embargo, la crisis financiera devino en recesión económica y tampoco esta vez fue diferente.

Todo ello hizo que se fuese perdiendo la confianza en la política macroeconómica y, por ende, en el programa intelectual de la ciencia económica, dando lugar a un intenso debate sobre el estado de la macroeconomía y de la economía financiera en particular. En el caso de esta última, la incongruencia de sus predicciones empíricas con los hechos observados ha puesto de relieve, una vez más, no sólo su reiterada falta de realismo sino también su fracaso a la hora de explicar las decisiones financieras adoptadas por los inversores y las empresas durante la fase expansiva del ciclo.

Con respecto a su falta de realismo es innegable que, aunque el método científico presupone una concepción realista del mundo, las tipificaciones de los mercados, las empresas y los inversores, que describen los manuales más recomendados en la disciplina, no son descripciones realistas sino meras ficciones metodológicas o hipótesis analíticas que se necesitan para explicar la asignación de recursos y el equilibrio de los mercados, pero que poco o nada contribuyen a la comprensión de cómo funciona realmente el mundo.

En lo que concierne a su falta de poder explicativo y predictivo, es también innegable que la reciente crisis financiera y la posterior Gran Recesión han puesto de manifiesto la necesidad de revisar los actuales modelos macroeconómicos⁴², fundamentados en un conjunto de abstracciones y aproximaciones que durante el período de la Gran Moderación parecía estar respaldado por los hechos. Dichos modelos suponen, como señala De

41. Véase el ensayo de Carmen Reinhart y Kenn Rogoff «*This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*».

42. Y en particular, los que constituyen su más reciente y sofisticada expresión: los modelos DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium).

la Dehesa (2009), que los mercados financieros son eficientes y sus precios son correctos en cuanto que reflejan el valor fundamental de los activos que se contratan, que los inversores, operadores y agentes son totalmente racionales y toman las decisiones correctas dada la información disponible, y como consecuencia de todo ello, que los mercados financieros son neutrales para la actividad económica porque son cuasi perfectos.

La creencia de que los mercados financieros y, en última instancia, la cantidad de dinero⁴³ no afectan a la actividad económica ha sido parte nuclear de la corriente teórica dominante durante las tres últimas décadas y, por ende, de los modelos DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium). Todo lo contrario de lo que pensaban los economistas clásicos, para quienes las expansiones monetarias o crediticias estaban siempre en el origen de las fluctuaciones económicas. Poco a poco, sin embargo, esta consideración fue perdiendo vigencia en el pensamiento económico ya que, como señala Caprio (2009), a medida que los economistas comenzaron a formalizar matemáticamente sus modelos y a simplificar los supuestos de partida, dejaron de considerar relevante la existencia del dinero y, por ende, de los mercados financieros.

La pretensión de que la ciencia económica se convirtiese en una «ciencia pura» basada en el criterio matemático como criterio de verdad científica, es probablemente el supuesto metodológico más endeble del programa intelectual de la disciplina pues, como argumenta Bejarano (1996), a diferencia de lo que ocurre en las ciencias físicas, en economía no cabe suponer que exista correspondencia entre la estructura matemática y el orden de la realidad. Argumento que también hace suyo De la Dehesa (2009) cuando advierte que los modelos derivados de la matemática y de la física que están en la base de las hipótesis de mercados eficientes y expectativas racionales no deben de tomarse como fieles representantes de la forma de actuar y de tomar decisiones de las personas ya que, aunque reflejan perfectamente y se aplican correctamente a las condiciones de la materia, no pueden reflejar ni aplicarse en el caso de las condiciones y tomas de decisión de los seres humanos.

Pero es que, además, cuando se asumen las hipótesis de mercados eficientes y de expectativas racionales, se está presuponiendo que el futuro se conoce y puede calcularse como una sombra estadística del pasado, o dicho de otra manera, que las muestras de datos del pasado y del presente son

43. La asunción del «axioma de neutralidad del dinero» condujo a que en la denominada «nueva macroeconomía», la creación de crédito bancario no tenga papel alguno en los ciclos económicos y, por ende, a que en los modelos dinámicos estocásticos de equilibrio general –utilizados por muchos bancos centrales para su toma de decisiones– no tengan cabida las burbujas de precios de los activos financieros e inmobiliarios.

equivalentes a las muestras de datos del futuro⁴⁴, esto es, se asume también el «axioma ergódico».

A este axioma subyace una concepción «positivista» de la ciencia económica, según la cual el conocimiento verdadero tiene que ser siempre de carácter científico, entendiendo por tal que debe consistir en la descripción de un conjunto de fenómenos coexistentes y concatenados en el tiempo y siempre observables.

Asumiendo esta ficción metodológica pero olvidando –o simplemente ignorando– que la creación de riqueza no es un proceso meramente físico ni reducible a una concatenación de relaciones causa-efecto, los economistas del paradigma neoclásico centraron sus esfuerzos en el análisis del equilibrio y en el desarrollo «cientista» de modelos formales en los que, como señaló Hayek (1990), se presupone la disponibilidad centralizada de una información que, en realidad, se encuentra fragmentada y dispersa en la sociedad y está siendo reelaborada continuamente.

Pese a todo, durante los últimos treinta años, esta forma de entender el conocimiento científico fue adueñándose paulatinamente del pensamiento económico hasta convertirse en la corriente dominante. Sin embargo, cuando parecía que la economía atravesaba una etapa de normalidad científica, el estallido de la última crisis financiera ha venido a recordarnos que los fenómenos económicos no pueden explicarse como simple consecuencia de anteriores acontecimientos y que no deja de ser una arrogancia del conocimiento creer que el único método científico es el utilizado en las ciencias físicas.

Referencias bibliográficas

- ALCHIAN, A.A. y DEMSETZ, H. (1972), Production, information costs, and economic organization, *American Economic Review*, n.º 62, pp. 777-795.
- AFTALION, F. y OTROS (1974), *Théorie financière de l'entreprise*, Press Universitaires de France, París.
- AZOFRA, V. y DE LA FUENTE, G. (2008), La huella indeleble de Modigliani y Miller: MM (1958-2008), *Boletín de estudios económicos*, Vol. 63 (194), pp. 373-401.

44. Para validar las hipótesis de eficiencia del mercado y de expectativas racionales, los economistas suponen que las probabilidades calculadas a partir de los datos de mercado disponibles en el momento presente son equivalentes a las que obtendríamos de una muestra de datos extraída del futuro.

- AZOFRA, V. y DE MIGUEL, A. (1988), Perfiles de la moderna teoría financiera de la empresa, *Anales de estudios económicos y empresariales*, n.º 3, pp. 161-180.
- AZOFRA, V. y FERNÁNDEZ, A.I. (1992), Evolución reciente de la moderna teoría financiera, *Anales de estudios económicos y empresariales*, n.º 7, pp. 111-126.
- AZOFRA, V. y FERNÁNDEZ, A. I. (1999), Las finanzas empresariales 40 años después de las proposiciones de MM. Teorías y realidades, *Papeles de Economía Española*, n.º 78-79, pp. 122-144.
- BAILEY, R. E. (2007), *The Economics of Financial Markets*, Cambridge University Press.
- BEJARANO, J. A. (1996), Los nuevos dominios de la ciencia económica, *Cuadernos de Economía*, n.º 31, págs. 78-91.
- BREALEY, R.A. y MYERS, S.C. (1981), *Principles of Corporate Finance*, Mc Graw-Hill, New York, 1.ª edición.
- BREALEY, R.A. y MYERS, S.C. (1988), *Fundamentos de Financiación Empresarial*, Mc Graw-Hill, Madrid.
- BREALEY, R.A. MYERS, S.C. y ALLEN, F. (2010), *Principles of Corporate Finance*, Mc Graw-Hill, New York, 9.ª edición.
- BRENNAN, M.J. (1995), Corporate Finance over the Past 25 years, *Financial Management*, Vol. 24 (2), págs. 9-22.
- CAPRIO, G. (2009), Financial Regulation in a Changing World: Lessons from the Recent Crisis, *The Institute for International Integration Studies*, Discussion Paper Series.
- CONSTANTINIDES, G.M.; HARRIS, M. y STULZ, R.M. (2003), *Handbook of the Economics of Finance (Vol. 1A – Corporate Finance y Vol. 1B – Financial Market and Asset Pricing)*, Ed. Elsevier North-Holland.
- DEWING, A. S. (1919; 1953): *The Financial Policy of Corporations*, Ronald Press, New York.
- DE LA DEHESA, G. (2009): Introducción a *La primera gran crisis financiera del siglo XXI. Orígenes, detonantes, efectos, respuestas y remedios*, Alianza Editorial, pp. 9-26
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2005): Una nota crítica sobre la actual investigación en finanzas. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, n.º 4, pp. 105-120.
- DEWING, A.S. (1918), *The Financial Policy of Corporations*.
- DUFFIE, J.D. (1994), Modigliani-Miller Theorem, *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*, The Macmillan Press Limited, London, pp. 462-472.

- EITEMAN, W. ET AL. (1953), *Essays on Business Finance*, Ann Arbor, Michigan.
- FAMA, E.F. y MILLER, M.H. (1972), *The Theory of Finance*, Holt Rinehart & Winston Dryden, Illinois.
- FISHER, I. (1930, 1955), *The Theory of Interest: As Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest It*, Macmillan, New York. Reimpreso en 1955, Augustus M. Kelley, New York.
- GIRAULT, F. y ZISSWILLER, R. (1973), *Finances Modernes Theorie et Pratique*, Paris, Dunod, 1973.
- GRAHAM, B. y D. DODD (1934), *Security Analysis*, McGraw-Hill Inc, New York.
- HAHN, F. (1981), General Equilibrium Theory» en Bell, D. y Kristol, I.: *The Crisis in Economic Theory*. New York: Basic Books, 1981.
- HALEY, C.H. y SCHALL, L. (1979), *The Theory of Financial Decisions*, McGraw Hill Book Company, New York.
- HAYEK, F.A. (19990), *La fatal arrogancia*, Unión Editorial, Madrid.
- JALILVAND, A. y HARRIS, R. (1984), *Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividens Target: An Econometric Studie*, *Journal of Finance*, Vol. 39 (1), pp.12-145.
- HARRIS, M. y RAVIV, A. (1991), The Theory of Capital Structure, *The Journal of Finance*, Vol. 46 (1), pp. 297-355.
- JENSEN, M.C. (1993), The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems, *The Journal of Finance*, Vol. 48, (3), pp. 831-880.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. (1976), Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 (4), pp. 305-360.
- JENSEN, M.C. ET AL. (1989), Clinical Papers and Their Role in Development of Financial Economics, *Journal of Financial Economics*, Vol. 24, pp. 3-6.
- JENSEN, M.C. y SMITH, C.W. (1984), The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview en *The Modern Theory of Corporate Governance*, McGraw-Hill Series in Finance, McGraw-Hill, New York. pp. 2-20.
- KLAMER, A. (1983), *Conversations with Economists*, Rowman & Allanheld, Totowa.
- KUHN, T.S. (2005). *La estructura de las revoluciones científicas*. Fondo de Cultura Económica de España.
- MARSH, P. (1982), The Choice Between Equity and Debt: An Empirical Study, *Journal of Finance*, Vol. 37 (1), pp. 121-144.

- MAYER, C. (1994), «Corporate Finance», *The New Palgrave Dictionary of Money Finance*, The Macmillan Press Limited, London, pp. 715-717.
- MERTON, R.C. (1987), In Honor of Nobel Laureate, Franco Modigliani, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 1 (2), pp. 145-155.
- MILLER, M.H. (2000), The History of Finance: An Eyewitness Account, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 15 (2), pp. 8-14.
- MILLER, M.H. y MODIGLIANI, F. (1961), Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *Journal of Business*, Vol. 34, pp. 411-433.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M.H. (1958), The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *American Economic Review*, Vol. 48 (3), pp. 261-297.
- PAGANO, M. (2005), The Modigliani-Miller Theorems: A Cornerstone of Finance, *Centre for Studies in Economics and Finance*, Working Paper no. 139.
- REINHART, C. y ROGOFF, K.S. (2008), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.
- ROSS, S. (1988), Comment on the Modigliani-Miller Propositions, *Journal of Economics Perspectives*, Vol. 2 (4), pp. 27-133.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1997), A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, Vol. 52 (2), pp. 461-488.
- SOLOMON, E. (1972), *The Theory of Financial Management*, New York, Columbia, University Press.
- STULZ, R.N. (2000), Merton Miller and Modern Finance, *Financial Management*, Vol. 29 (4), pp. 119-131.
- TOBIN, J. (1958), Liquidity Preference as Behavior Towards Risk, *Review of Economic Studies* Vol. 25 (1), pp. 65-86.
- TIROLE, J. (2006): *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, New Jersey
- VAN HORNE, J.C. (1977, 1988), *Financial Management and Policy*, Englewood Cliffs N.J. Prentice.
- WESTON, J.F. y WOODS, D.H. (1974), *Teoría de la financiación de la empresa*, Ariel, Barcelona.
- WILLIAMS, J.B. (1938), *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press, Cambridge, MA. Reimpreso en 1997, Fraser Publishing, Burlington, VT.
- ZINGALES, L. (2000), In Search of New Foundations, *Journal of Finance*, Vol.55 (4), pp.1623-1654.
- ZISSWILLER, R. (1976), *Micro-économie et analysis financières*, Dalloz Gestion, Finances, Paris.
- ZURITA, F. (2009): La Economía Financiera Frente a la Crisis, *Cuadernos de Economía*, Vol. 46 (Noviembre), pp. 183-195.