

LAS FINANZAS EMPRESARIALES 40 AÑOS DESPUÉS DE LAS PROPOSICIONES DE MM. TEORÍAS Y REALIDADES

Valentín AZOFRA PALENZUELA
Ana Isabel FERNÁNDEZ ÁLVAREZ

«Las teorías científicas nacen para morir, como andamios sucesivos que sugieren la silueta de un edificio que nunca se acaba de construir» (K. Popper).

I. INTRODUCCIÓN

TRANSCURRIDOS cuarenta años desde que Miller y Modigliani (MM) expusieran sus clásicas proposiciones sobre la estructura de capital y la política de dividendos, la economía financiera ha avanzado notablemente en el conocimiento de los determinantes de ambas decisiones empresariales. Además, han sido mucho los trabajos empíricos encaminados a contrastar las principales hipótesis teóricas acerca de las interrelaciones que en el mundo real se establecen entre las decisiones de inversión y financiación, así como su efecto sobre el valor.

Ciertamente, desde la publicación en 1930 del influyente trabajo de Irving Fisher (1965) sobre la teoría de la inversión en certidumbre, los problemas de asignación en los sectores real y financiero de la economía han sido casi siempre estudiados de manera separada, suponiendo o bien que la parte de la economía no directamente analizada se encuentra en equilibrio, independientemente de que los problemas de asignación hayan sido resueltos, o bien que tales problemas pertenecen al dominio de las políticas gubernamentales.

En el área de conocimiento de las finanzas empresariales es habitual suponer, en esta misma línea de razonamiento, que la asignación del presupuesto de capital viene determinada por los flujos de tesorería descontados que se espera que generen en el futuro los proyectos de inversión. De este modo, lo que en realidad se está suponiendo es que los flujos de tesorería son independientes de la fuente o fuentes de financiación afectas al proyecto. Las proposiciones MM vinieron a racionalizar teórica y formalmente esta separación: el valor de la empresa depende únicamente de la capacidad de sus activos reales para generar renta, no de los títulos que la empresa emita para financiar sus inversiones.

Como los propios Modigliani y Miller (1958) reconocieron, sus proposiciones acerca de la independencia de las decisiones empresariales de financiación e inversión no son sino una prolongación de la teoría neoclásica de los mercados de capitales inspirada en Irving Fisher. De hecho, su trabajo seminal bien pudiera inscribirse en la corriente de investigación consagrada a la teoría de la inversión en incertidumbre.

Así, durante muchos años, el núcleo duro de la Economía Financiera de la Empresa tuvo sus fundamentos en el teorema de la separación de Fisher y en las proposiciones MM. Por un lado, la separación fisheriana de las

decisiones de consumo e inversión, que, en un mundo de mercados completos de capitales, proporcionaba racionalidad teórica a la hipótesis de unanimidad por parte de los accionistas a la hora de asignar el presupuesto de capital siguiendo el criterio de maximización del valor actual neto de los proyectos de inversión. Y por otro, las proposiciones MM que, bajo similares condiciones, establecían una completa separación de las decisiones empresariales de inversión y financiación.

En la base de este segundo teorema de la separación subyace la hipótesis de que la estructura de información de la economía es conocida, estable y estacionaria, en particular la información relativa al conjunto de oportunidades y a la distribución de probabilidades de las variables no conocidas.

Cuando esta hipótesis se relaja, la información adquiere relevancia en los procesos de asignación de recursos, hasta el punto de que todo mecanismo de asignación puede concebirse como una estructura de intercambio de información entre agentes económicos individuales, de manera que una asignación eficiente requiere que la información disponible se transmita sin costes y por igual entre los agentes. Dicho de otra manera, cuando se reconoce de manera explícita la importancia de la información y los problemas de información asimétrica, las decisiones de inversión y financiación dejan de ser independientes y la estructura de capital se torna relevante.

Planteada así la cuestión, los desarrollos más recientes de la moderna economía financiera tratan de encontrar nuevas respuestas a uno de los enigmas más persistentes en el campo de las finanzas empresariales: el

puzzle de la estructura de capital. Se evidencia así la relevancia de la deuda a la hora de disciplinar el comportamiento discrecional de los directivos, reduciendo el *free cash-flow*, desincentivando las políticas subóptimas de inversión y restringiendo el consumo de *perquisites*. E igualmente se explica una serie de hechos estilizados en la literatura empírica sobre la estructura de capital de la empresa, tales como: a mayor rentabilidad menor endeudamiento, a mayor estabilidad de los flujos de tesorería o mayor proporción de activos tangibles mayor recurso al endeudamiento, una reacción negativa del mercado ante las ampliaciones de capital y ante las permutas de deuda por acciones, y positiva cuando se sustituye capital propio por ajeno.

Pero en realidad todos estos hechos estilizados no son sino la concreción en el mundo real de la relajación de muchas de las hipótesis *ceteris paribus* que subyacen a las proposiciones MM relativas tanto a la estructura de capital como a la política de dividendos de las empresas. Frente a la exquisita elegancia del modelo neoclásico de Modigliani y Miller, centrado en la valoración de un flujo dado de renta operativa neta y en las consecuencias sobre el valor de la asignación de derechos entre los distintos aportantes de fondos, los planteamientos más actuales giran en torno a los efectos de la estructura de derechos sobre los incentivos de los agentes cuyas decisiones pudieran determinar el flujo de renta, es decir, los efectos del método de financiación sobre la corriente de flujos de tesorería.

Tras esta fundamentación conceptual y metodológica del curso seguido por las finanzas corporativas durante los últimos cuarenta años, nos proponemos

en este trabajo revisar el estado actual de las teorías sobre la estructura de capital y la política de dividendos de la empresa (apartados II y III) para, a renglón seguido, reenfocar la cuestión enfatizando aquellos de sus aspectos relacionados con la propiedad y el gobierno de la empresa (apartado IV). A continuación, presentamos los resultados alcanzados en el campo de la investigación empírica más reciente, en un intento de precisar el grado de conciliación de nuestros modelos y teorías con la realidad financiera empresarial (apartado V). Finalmente se ofrecen, a modo de conclusión, algunas de las reflexiones que esta colaboración con PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA ha suscitado a sus autores.

II. TEORÍAS DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL

La realidad de los mercados no se ajusta al patrón de los denominados mercados de capitales perfectos, sino que existen impuestos que favorecen el endeudamiento, costes de quiebra que limitan dicha ventaja fiscal, problemas de información y conflictos de agencia entre directivos, accionistas, acreedores y otros grupos de interés en la empresa que pueden mitigarse mediante la toma de decisiones financieras cuando alteren la distribución de probabilidad de los flujos de tesorería esperados.

Tras el trabajo seminal de Modigliani y Miller, la investigación se centró en el examen de la influencia de determinadas «imperfecciones», impuestos y costes de quiebra, sobre la estructura financiera. Se daba así una primera vuelta de tuerca a la cuestión en busca de un equilibrio, o *trade-off*, entre los benefi-

cios y costes derivados del endeudamiento, que determina la combinación óptima de recursos ajenos y propios y que, por ende, maximiza el valor de la empresa en el mercado. Por un lado, la deducibilidad de los gastos financieros en el impuesto sobre beneficios empresariales proporciona un ahorro fiscal que, en principio, incrementa el valor de la empresa a medida que aumenta la utilización de deuda. Por otro, aumentos del endeudamiento incrementan el riesgo financiero de la empresa y hacen más probables situaciones de insolvencia, originando costes de quiebra. También es necesario analizar el efecto conjunto del impuesto de sociedades y el impuesto personal sobre el proceso de valoración de la empresa por el mercado, contemplando la posibilidad de que se produzcan efectos clientela.

Ante las insuficiencias de la teoría estática del *trade off* entre impuestos y costes de quiebra para explicar las decisiones de financiación, aflora otra clase de condicionantes asociados a las diferencias de información y a los objetivos en conflicto de los grupos con intereses en la empresa, susceptibles de modificar las expectativas de renta de los inversores y sus posibilidades de control, y de afectar, por tanto, a la valoración de la empresa. La teoría de señales y la teoría de la agencia alumbran nuevas dimensiones del problema de la estructura de capital desde esta nueva perspectiva.

La separación de la propiedad y el control en las empresas, la divergencia de intereses entre los aportantes de fondos y los agentes con poder de decisión, así como la menor información sobre la empresa de que disponen los accionistas en comparación con los directivos, son fuente de problemas de agencia.

Éstos surgen porque la dispersión de la propiedad y la asimetría de información dificultan el control de las decisiones directivas y favorecen la discrecionalidad de los gerentes para perseguir objetivos diferentes del de maximizar el valor de la empresa. Los directivos están predispuestos a adoptar decisiones que contribuyan al crecimiento y pervivencia de la empresa, a la diversificación de riesgos o al empleo en beneficio propio de los recursos que no pueden destinarse a inversiones rentables.

Su mayor aversión al riesgo induce a los directivos a la realización de inversiones que reduzcan la variabilidad de los flujos de tesorería e influye sobre sus preferencias por las diferentes alternativas de financiación. En este sentido, la teoría del «orden de preferencia» (*pecking order*) predice que los directivos financian las inversiones preferentemente con recursos internos, acudiendo a la financiación externa sólo en caso de que existan inversiones rentables y la autofinanciación no sea suficiente para llevarlas a cabo, en cuyo caso recurren en primer lugar a la financiación ajena y reservan la emisión de fondos propios como última fuente de recursos ante la información negativa que transmite a los accionistas. La teoría del «orden de preferencia» no explica, sin embargo, por qué sube la cotización de las acciones en el mercado de capitales cuando se anuncian incrementos del endeudamiento. La posible explicación a estos hechos estilizados hay que buscarla en la necesidad de supervisar las actuaciones directivas o en la posibilidad de utilizar el endeudamiento como mecanismo de señalización.

La posibilidad de que actúen mecanismos de control como el

Consejo de Administración, el mercado de capitales, el mercado de productos, el mercado de trabajo o las tomas de control societario, disciplina la conducta de los directivos y explica su interés por revelar sus incentivos y alinear sus preferencias con los objetivos de los accionistas. En esta línea de argumentación, la utilidad de las decisiones financieras para resolver problemas de agencia está directamente relacionada con su contenido informativo y su capacidad para incentivar una supervisión continuada por parte de los mercados de capitales, mediante el análisis que realizan los prestamistas de la situación financiera de la empresa cuando se demanda nueva financiación, así como a través del control que el mercado ejercerá mientras deban satisfacerse gastos financieros. Además, el empleo adicional de deuda compromete parte de los recursos generados con el pago de intereses, atenuando los problemas del flujo disponible de tesorería, o *free cash flow*.

Los problemas de información asimétrica entre directivos y accionistas no sólo incentivan el recurso al endeudamiento como medio para limitar la discrecionalidad de los primeros y moderar así los conflictos de intereses, sino que explican también el hecho de que los accionistas evalúen la situación y perspectivas de la empresa interpretando las decisiones financieras como señales creíbles de la información privada de que dispone la dirección de la empresa. El interés de los directivos en evitar situaciones de insolvencia hace que los accionistas interpreten el mayor apalancamiento financiero como señal de que el riesgo de fracaso de la empresa no es relevante, pues, en caso contrario, los directivos serían penalizados, bien porque pudieran ser despe-

didados, ver reducida su remuneración, quedar en entredicho su reputación y prestigio profesional, o bien porque se incrementaría la probabilidad de una toma de control de la empresa que traiga consigo un cambio en el equipo directivo.

En consecuencia, el valor de la deuda como señal informativa y mecanismo de control de los conflictos de agencia es la razón por la que a veces las empresas aumentan su endeudamiento aun cuando no existan razones fiscales para hacerlo. El análisis de la decisión de endeudamiento en condiciones de asimetría informativa y las relaciones entre los aportantes de fondos y la dirección ha sentado las bases para el desarrollo de una nueva teoría de la estructura de propiedad/capital de la empresa.

La utilización de deuda se ve limitada, sin embargo, por las restricciones que imponen los acreedores a su concesión cuando anticipan posibles conductas oportunistas, como que se incentive el rechazo de inversiones con valor actual neto positivo a medida que la probabilidad de quiebra aumenta, y desaconseja a los accionistas realizar nuevas aportaciones de fondos, ya que serían los acreedores quienes se apropiarían de los incrementos de riqueza. Por el contrario, la responsabilidad limitada de los accionistas en presencia de costes de quiebra incentiva la realización de inversiones más arriesgadas, incluso con valor actual neto negativo, pues, en caso de resultar exitosas, los accionistas se apropiarían de la mayor parte de las ganancias, a la par que los resultados negativos serían soportados por los acreedores. Otras fuentes de conflicto entre accionistas y acreedores, amén de las políticas subóptimas de inversiones, son la distribución inesperada de divi-

dendos y la emisión de deuda de igual o mayor prioridad.

En la medida en que los acreedores anticipen este tipo de actuaciones, fijarán mayores costes a la financiación, exigirán mayores garantías e introducirán cláusulas contractuales que afectarán tanto a las decisiones de inversión como a las de dividendos cuando impongan volúmenes mínimos de inversión, prohibiciones de venta de los activos o limitaciones al reparto de dividendos. Incluso la dificultad de controlar anticipadamente todas las contingencias que pueden afectar al valor de la deuda hace que los acreedores no siempre estén interesados en conceder financiación, sino que, en aquellos casos en los que la asimetría de información impida evaluar el riesgo de fracaso financiero de la empresa, prefieran racionar el crédito, e incluso negárselo a aquellas empresas sujetas a mayores problemas de información, aunque estén dispuestas a pagar mayores tipos de interés.

Diversos factores atenúan los problemas de información asimétrica y facilitan a las empresas el acceso a la financiación ajena, así: la disponibilidad de autofinanciación como indicador de la solvencia; el nivel de endeudamiento como determinante de la capacidad para emitir más deuda; la pertenencia a un sector regulado, como consecuencia de los mayores niveles de información y límites a la capacidad de actuar discrecionalmente; el tamaño de la empresa, empleado como variable que aproxima la disponibilidad de garantías y la diversificación de actividades, entre otros.

El recurso al endeudamiento por razones estratégicas es otro de los argumentos más recientemente barajado para explicar la composición de la estructura fi-

nanciera de las empresas. La existencia de un *trade-off* óptimo entre el impacto estratégico de la deuda sobre la producción y los costes esperados de quiebra constituye la hipótesis central de este novedoso enfoque de la teoría de la estructura de capital que enfatiza las interacciones entre las decisiones de producción y financiación: los inversores en deuda debieran tener en cuenta la posición de la empresa en los mercados de factores y productos —incluido el mercado de trabajo—, y los clientes y trabajadores deberían prestar atención al *leverage* de la empresa con la que contratan.

En suma, la decisión de financiación puede modificar la distribución de los flujos de tesorería y, por ende, el valor de la empresa, en razón de distintas causas explicativas: 1) modera los conflictos de intereses entre los propietarios de los recursos financieros y cambia el esquema de incentivos de la dirección; 2) facilita la transmisión de información al mercado y resuelve problemas de selección adversa; 3) modifica la estructura del voto accionarial y determina el resultado final de los intentos de control, y 4) altera la naturaleza y estructura competitiva de los mercados de proveedores y clientes.

III. TEORÍAS DE LOS DIVIDENDOS

La doctrina financiera tradicional postulaba la relevancia de la política de dividendos en el proceso de valoración de la empresa por el mercado, en detrimento de las ganancias de capital. La relevancia de la decisión de dividendos para determinar el valor de la empresa en el mercado se fundamentaba en la estabilidad observada de las *ratios* de repar-

to de Lintner (1956), el reparto de dividendos se decidiría en función de una *ratio* objetivo de distribución de beneficios, a la que la empresa se ajusta de forma parcial a fin de evitar recortes del dividendo que afectarían negativamente a la cotización de las acciones.

Posteriormente, Miller y Modigliani (1961) demostraron formalmente su proposición de irrelevancia de la decisión de dividendos bajo la hipótesis de mercados perfectos de capitales, argumentando que un aumento del dividendo distribuido se ve compensado por una reducción de la misma cuantía en la cotización de las acciones tras el reparto, por lo que los accionistas se muestran indiferentes entre dividendos o ganancias de capital.

El motivo de que la proposición de irrelevancia no encuentre correspondencia en las prácticas reales de las empresas ha de buscarse en el incumplimiento del supuesto de mercados perfectos de capitales en que se fundamenta su demostración formal. Efectivamente, hay que considerar la existencia de impuestos que discriminan entre dividendos y ganancias de capital, asimetría de información entre directivos y accionistas que dota de capacidad informativa a los dividendos, así como conflictos de agencia que pueden ser moderados mediante el reparto de beneficios. En este contexto, existen razones para que la decisión de dividendos sea relevante y examinar cómo influye sobre el valor de la empresa en el mercado.

La diferente imposición fiscal de dividendos y ganancias de capital es una de las causas o «imperfecciones» aducidas en primer lugar para explicar la relevancia de las políticas de dividendos, dado que el impuesto sobre la renta de las personas fi-

sicas no trata de igual manera a la renta procedente del reparto de dividendos que a las ganancias de capital, favoreciendo a estas últimas la mayoría de los sistemas impositivos. Así, permiten diferir el pago de impuestos sobre las ganancias de capital hasta el momento en que sean realizadas, y además son gravadas al tipo medio del impuesto, que es inferior al tipo marginal que recae sobre los dividendos, diferencia que es tanto más pronunciada cuanto mayor es el nivel de renta del accionista, dada la progresividad del impuesto personal. Las ganancias de capital reciben por tanto un tratamiento fiscal más favorable que los dividendos en el impuesto personal, lo que las hace preferibles desde este punto de vista, incentivando la retención de beneficios.

El tratamiento fiscal favorable de las ganancias de capital debería incentivar a las empresas a retener y reinvertir sus beneficios en lugar de distribuir dividendos, y a compensar éstos con ampliaciones de capital, al objeto de maximizar la riqueza de los accionistas, ya que, para un nivel de riesgo dado, cuanto mayor sea la fracción de renta percibida en forma de dividendos líquidos mayor será también la rentabilidad a exigir por los accionistas a su inversión total —rentabilidad por dividendos y ganancias de capital— (Brennan, 1970; Black, 1976).

El diferente tratamiento fiscal que reciben en el impuesto sobre la renta y el impuesto de sociedades las rentas procedentes de dividendos y ganancias de capital condiciona, en consecuencia, las preferencias de los accionistas por la distribución de beneficios. Así, los accionistas cuya personalidad jurídica revista la forma de sociedad, preferirían, desde un punto de vista fiscal, el

reparto de dividendos, dado que disfrutaran de mayores deducciones. Por el contrario, las preferencias fiscales de aquellos inversores que deban tributar en el impuesto sobre la renta personal se orientarían a la obtención de ganancias de capital frente a dividendos.

Las preferencias de los accionistas en materia de dividendos pueden diferir por tanto en función de su situación fiscal. Esta circunstancia pudiera dar lugar a la formación de clientelas fiscales de dividendos, de manera que cada accionista invierta en la empresa o cartera de empresas cuya política de dividendos sea más acorde con sus preferencias fiscales, como propusieron Miller y Modigliani en su trabajo de 1961. Los accionistas maximizarán su riqueza invirtiendo en aquellas empresas que ofrezcan un rendimiento por dividendos que satisfaga sus preferencias, mientras que las empresas buscarán con su decisión de dividendos atraer a un grupo de inversores aún no satisfechos, llegando así a una situación de equilibrio en la que ninguna empresa podrá aumentar su valor en el mercado modificando su política de dividendos, por no existir ningún tipo de inversores («clientes») insatisfechos (Miller, 1977).

Sin embargo, aun aceptando que los impuestos sean una variable influyente en la elección de las carteras de valores, la formación de clientelas fiscales no es una conclusión acorde con la homogeneidad en las tasas de reparto de beneficios dentro de cada sector de actividad, ni con la participación como accionistas en una misma empresa de sociedades e inversores individuales, ni con el sentido de los cambios en la cotización de las acciones cuando se anuncian modificaciones en el reparto de dividendos.

Y es que, además de los efectos impositivos, es preciso considerar las diferencias de información y los conflictos de intereses entre los grupos participantes en la empresa, ya que pueden determinar que la decisión de dividendos influya sobre las expectativas de ganancia de los inversores, como sugiere la teoría positiva o financiera de la agencia.

La teoría de señales defiende el efecto informativo de la decisión de dividendos en contextos de información asimétrica. Ni los accionistas externos a la dirección ni los acreedores disponen de información tan completa sobre el valor de la empresa como la que tienen directivos y accionistas próximos a la dirección. Las dificultades de los inversores para verificar y evaluar la información proporcionada por los directivos, junto al interés de éstos en comunicar únicamente la que les sea favorable, y hacer pasar por tal incluso la que no lo sea, puede provocar situaciones denominadas de selección adversa o antiselección, en las que los inversores valoren la información que reciban suponiendo la posibilidad más desfavorable, a fin de cubrirse del riesgo de que realmente lo sea. Así, la asimetría de información puede conducir a que la empresa esté infravalorada en el mercado debido a que los inversores no dispongan de la información necesaria para estimar correctamente el valor de su inversión.

La infravaloración no sólo perjudica a los propietarios de los títulos, sino que también repercute negativamente sobre los intereses de los directivos, incentivándoles a buscar la forma más creíble y menos costosa de transmitir a los inversores la información positiva que no están valorando. Los directivos son quienes disponen de la informa-

ción relevante, que sin embargo no pueden transmitir directamente, bien por tener carácter estratégico para la empresa, bien por no ser creíble por su posible manipulación. En tal situación, las decisiones financieras podrán ser interpretadas como señales de la información a su disposición, de manera que, a través de ellas, los inversores inferirán las expectativas de los directivos sobre la empresa, diferenciando así las empresas que disponen de oportunidades de inversión rentables de aquellas que no las tienen.

Para que la señal se transmita, y además permita una aproximación a la situación real, los directivos han de tener un incentivo que les incline a utilizar sus decisiones como mecanismo informativo y les penalice en caso de que no comuniquen información cierta. Pues bien, el reparto de dividendos cumple estas condiciones necesarias para actuar como señal informativa, al tiempo que es una decisión fácilmente identificable y comprensible por la mayoría de los inversores.

El beneficio asociado al empleo del reparto de dividendos como señal es el aumento en el valor de la empresa, inducido por la subida en la cotización de las acciones tras el anuncio de mayores dividendos que los esperados por los accionistas. Este aumento del valor de la empresa interesa no sólo a los accionistas, sino también a los directivos, en la medida en que repercute positivamente en su prestigio profesional, auspicia una mayor remuneración y dificulta operaciones de toma de control. Además, debe tenerse en cuenta que, en un horizonte multiperíodo, la remuneración y objetivos de los directivos dependen de la confirmación posterior de la información transmitida, desincentivando comunicaciones engaño-

sas que, por otra parte, anularían la credibilidad de futuras señales.

La existencia de costes asociados al reparto de dividendos en cuantía proporcionalmente inversa al valor de la empresa permite señalar información a través de la decisión de dividendos a aquellas empresas cuyas expectativas sean favorables. Los beneficios esperados con la transmisión de la señal incentivan a los directivos que disponen de información positiva a utilizar la decisión de dividendos para transmitirla, ya que, de otra manera, los inversores infravalorarán la empresa en menoscabo de la riqueza de los accionistas. Por el contrario, si los flujos de tesorería esperados no fuesen suficientes para mantener el nivel de distribución esperado por el mercado, no tendría interés enviar una «señal falsa» repartiendo un dividendo elevado, pues el coste que posteriormente se derivaría de su necesaria reducción no compensa los beneficios de la sobrevaloración de la empresa en un determinado momento, a la par que anularía la capacidad futura de los dividendos como señal cuando los inversores perciban a posteriori que la información real no se corresponde con la transmitida.

La teoría financiera de la agencia analiza también la utilidad de la distribución de beneficios como mecanismo moderador de los conflictos de intereses que se producen entre los accionistas internos y externos a la dirección, y entre éstos y los directivos. La idea básica que subyace a esta racionalidad teórica es que la distribución regular del dividendo y el consiguiente recurso al mercado de capitales facilita la resolución del conflicto de intereses entre los directivos y los accionistas externos a la dirección. Los directivos interesa-

dos en soslayar mecanismos de supervisión, como las tomas de control, tratarán de revelar su predisposición a maximizar la riqueza de los accionistas a través del reparto de dividendos, pues con esta decisión mantienen la presencia de la empresa en los mercados de capitales y reducen los fondos que pueden emplear discrecionalmente.

El reparto de dividendos modera el conflicto entre accionistas y directivos que tiene su origen en la mayor aversión al riesgo de estos últimos, lo que, en principio, les llevaría a preferir la utilización de recursos procedentes de la autofinanciación. El reparto de dividendos les obliga a acudir a los mercados de capitales en busca de financiación adicional que permita lograr los objetivos de crecimiento empresarial. La demanda de nueva financiación externa acompañando la distribución de dividendos es, al mismo tiempo, una garantía de que el reparto no se debe a la desaparición de oportunidades de inversión rentables (Easterbrook, 1984), pues, aunque por lo general un aumento en los dividendos distribuidos se asocia a un incremento de los beneficios esperados, cabría también la posibilidad de que fuese el inicio de un proceso de desinversión, lo que los inversores descartan cuando la distribución de beneficios es seguida de una ampliación de los fondos externos.

El reparto de dividendos, además de no separar a la empresa de los mercados de capitales, disminuye el volumen de fondos que los directivos pueden utilizar de forma discrecional, dado que, al ser distribuidos a los accionistas, será menos probable la realización de inversiones carentes de valor actual neto positivo (sobreinversión) (Lang y Litzenberger, 1989). Igualmente, habrá

menos oportunidades para que los directivos empleen en beneficio propio los fondos disponibles tras la realización de inversiones rentables, ya que dichos recursos de libre disposición (*free cash-flow*) serán menores tras el reparto.

La utilidad de los dividendos para facilitar la supervisión de las decisiones directivas es, a su vez, función de la importancia que tengan los problemas de agencia con los accionistas, de manera que cuanto mayores sean estos conflictos potenciales más interesa a los directivos su reducción a través del reparto de dividendos. Tanto la escasa participación de los directivos en la propiedad como la existencia de un accionariado disperso son variables que aproximan la importancia de los problemas de agencia en la empresa, ya que suponen, respectivamente, la falta de alineamiento entre los intereses de la dirección y la propiedad y la ausencia de incentivos al control directo de las decisiones directivas por parte de los accionistas. Así, la utilidad de los dividendos como mecanismo para reducir los costes de agencia se refleja en las mayores tasas de reparto que mantienen las empresas caracterizadas por conflictos de agencia más acentuados, cuales son: aquellas en las que los directivos no tienen una participación significativa en la propiedad, y por tanto hay una probabilidad mayor de que sus intereses difieran de los de los accionistas, y aquellas con un accionariado más disperso, y por consiguiente con más dificultades para ejercer un control directo sobre las decisiones de los directivos (Rozeff, 1982).

Así pues, en un contexto de información asimétrica y problemas de agencia, la decisión de dividendos es una decisión relevante porque influye sobre el va-

lor de la empresa en el mercado. La racionalidad que proporciona la teoría de la agencia enfatiza el papel del dividendo como señal informativa de las expectativas de los directivos acerca de los flujos futuros de fondos, y su utilidad como mecanismo de control de los conflictos de intereses entre accionistas y directivos, ya que mantiene la presencia de la empresa en los mercados de capitales facilitando su supervisión y reduce los recursos que los directivos pueden emplear discrecionalmente. En definitiva, la decisión de dividendos permite a los directivos informar de la capacidad de la empresa para generar renta, así como transmitir su propia disposición a maximizar la riqueza de los accionistas.

IV. ESTRUCTURA DE PROPIEDAD Y GOBIERNO DE LA EMPRESA

Si la estructura de capital determina la asignación de los derechos de decisión y control sobre los recursos de la empresa que afectan a su valor de mercado, la estructura de propiedad define dos variables de no menor importancia, cuales son la participación del equipo directivo en el capital y la concentración accionarial. Respecto a la primera de estas dos variables, la literatura financiera ofrece una doble argumentación: 1) la hipótesis de convergencia, que mantiene que la participación directiva en el capital condiciona de una manera decisiva el conflicto entre accionistas y dirección, contribuyendo a la convergencia de intereses, y 2) la hipótesis de atrincheramiento, que afirma que el aumento de la participación de los gestores acentúa las diferencias de intereses entre ambos grupos. Paralelamente, el grado

de concentración accionarial es también un factor decisivo, al ayudar a superar el problema del «polizón» (*free-rider*), o falta de incentivos para la supervisión, aunque puede ser causa de otro tipo de problemas de agencia como, por ejemplo, el conflicto con los accionistas minoritarios.

El gobierno de la empresa hace referencia al sistema completo de acuerdos institucionales y relaciones a través de los cuales las empresas son dirigidas y controladas. Atañe a la estructura que gobierna la habilidad de los agentes económicos para manejar los recursos de la empresa. Se centra, por lo tanto, en las relaciones entre los propietarios, el equipo directivo y los resultados. En efecto, la gran empresa moderna se enfrenta al problema crucial de cómo se ejerce el control cuando existen diferentes grupos con una participación en la empresa o un interés en la misma —como accionistas, gestores, empleados, acreedores— que pueden perseguir diferentes intereses e incluso pueden no ser grupos homogéneos entre ellos. El problema central es desarrollar un sistema óptimo de relaciones que refuerce la continuidad de las relaciones de negocio eficientes, en presencia de comportamientos oportunistas de los agentes (*stakeholders*), por medio de un esquema apropiado de incentivos, garantías y procedimientos de resolución de conflictos.

El objetivo principal de la estructura de gobierno de la empresa es, precisamente, contribuir al diseño de los incentivos y mecanismos de control que minimicen los costes de agencia para evitar que la separación entre la propiedad y el control, característica de las sociedades anónimas, dé lugar a formas de organización ineficientes. Lo cierto es que la forma en que se han articulado la

propiedad y el control registra grandes diferencias entre países, diferencias que son incluso mayores que las que existen en los respectivos sistemas financieros al canalizar el ahorro hacia las empresas. Es posible distinguir entre sistemas financieros en los que el gobierno de las empresas descansa en mecanismos internos, como puede ser el Consejo de Administración, y aquellos otros en los que prevalecen mecanismos de carácter externo, es decir, la disciplina del mercado.

Los mecanismos de supervisión que se han desarrollado en los países anglosajones, denominados de control externo, actúan en un entorno empresarial caracterizado por circunstancias como las siguientes:

1) La dirección de la empresa persigue los intereses de los accionistas. Su objetivo es maximizar el valor de mercado de los proveedores de fondos propios.

2) La alineación de intereses de accionistas y directivos se garantiza a través del funcionamiento del mercado de control corporativo, que asegura la libre negociación y el libre ejercicio de los derechos de propiedad adquiridos a través de la compra de acciones de la empresa.

El sistema de gobierno anglosajón se basa en un mercado de capitales muy líquido, en el que los precios de las acciones reflejan su valor tal como es percibido por los inversores. Comprando acciones y configurando una mayoría de control, los inversores son capaces de ejercer presión sobre la dirección de la empresa para conseguir una asignación eficiente de los recursos. El temor a una OPA potencial tiene efecto disciplinario sobre los gestores, y si un inversor o un equipo directivo alternativo

demuestra su mayor capacidad para gestionar la empresa, se produciría una adquisición, y un nuevo equipo directivo sustituirá al anterior.

Para asegurar que el mercado funciona adecuadamente, son necesarias otras condiciones. El mercado de capitales debe estar organizado de forma eficiente para que garantice la liquidez de los títulos negociados. Además, deben existir reglas no ambiguas sobre las operaciones de adquisición, sobre la regulación de las situaciones de quiebra o suspensión de pagos, la normativa contable, reglas estrictas de *insider trading*... Este conjunto de regulación se diseña para prevenir la posibilidad de que se obtengan ventajas que eviten que el mercado cumpla su función de eficiencia informativa. Tampoco deben existir restricciones sobre los derechos de voto o participaciones cruzadas entre empresas que limiten la actuación de los inversores en el mercado. Es decir:

a) Un elevado número de empresas con cotización en los mercados.

b) Un mercado de capitales líquido, en el que la propiedad y el control de los derechos de propiedad son intensamente negociados y donde son frecuentes las operaciones de adquisición (OPAS).

c) Un número de participaciones cruzadas entre empresas relativamente reducido.

d) Las acciones están básicamente en manos de inversores individuales, ya sea directamente o indirectamente, vía fondos de inversión o de pensiones. Se explica así el empleo del término «control externo», pues tanto los fondos de inversión como de pensiones están más preocupados por la gestión de la cartera y

las fórmulas de minimización del riesgo que por el control de la empresa.

En la mayoría de los países europeos continentales y en Japón, existen sistemas de gobierno que podríamos denominar de «control interno», basados en la hipótesis de que las posibilidades de los accionistas de supervisar las actuaciones directivas son mayores cuando se crean oportunidades para los diferentes grupos con intereses en la empresa. De esta forma, esos grupos son capaces de negociar y concluir contratos implícitos y desarrollar inversiones específicas. El hecho que subyace a este comportamiento se refleja en la forma en que el control se ejerce a través de la dirección de la empresa. Como en el sistema anglosajón, es posible describir las dos características básicas que definen los mecanismos de supervisión:

1) La dirección está obligada a actuar en interés de los accionistas, pero también tiene que considerar los intereses de otros grupos con participaciones en la empresa como empleados, clientes, proveedores, otros participantes en la empresa... El propósito es establecer relaciones a largo plazo que permitan armonizar los diversos intereses.

2) La tarea de alinear intereses y supervisar el comportamiento de los gestores se realiza, básicamente, por el Consejo de Administración, que está compuesto por representantes de los diferentes *stakeholders*. El Consejo supervisa la actuación de los gerentes y, si es necesario, utiliza los instrumentos de penalización apropiados.

De estos principios básicos se derivan una serie de características. De ahí que las empresas que cotizan no tengan el mismo

status que en un sistema externo, porque el mercado para el control corporativo juega un papel menos relevante. Ésta es también una de las razones por las que el número de empresas en Bolsa es menor en este sistema que en el anglosajón. Otro rasgo específico de las empresas en los sistemas de control interno es su estructura de propiedad concentrada, junto a un frecuente cruce de participaciones entre empresas, o la existencia de *holdings*. En cuanto a la identidad de los propietarios accionariales, los diferentes sistemas también presentan diferencias sustanciales. En los países con sistemas de control externo (Reino Unido y Estados Unidos), se observa la importancia de las instituciones financieras, especialmente de los fondos de pensiones, y de las economías domésticas. En Alemania y Francia, los mayores accionistas son las empresas no financieras y las economías domésticas, con un menor peso de las instituciones financieras, aunque en el caso de Alemania y Japón su importancia es superior debido al peso de los bancos. Igual ocurre en España. Este hecho revela la importancia de estructuras tipo *holding* en los sistemas de control interno, dado el elevado porcentaje de empresas que, a su vez, son controladas por otras empresas.

Ambos sistemas de gobierno han sido criticados en el pasado reciente por dejar demasiado poder en las manos de la alta dirección. Aunque estas críticas no están motivadas por las mismas razones en ambos casos, en los sistemas orientados al mercado el énfasis se pone en las dudas relativas a la eficiencia informativa de los mercados de capitales. En efecto, si los precios no reflejan correctamente las expectativas y creencias de los inverso-

res, el mercado no puede realizar la función asignada correctamente. Al mismo tiempo, las empresas se han provisto de una serie de medidas de defensa ante ofertas de adquisición hostiles (mayorías cualificadas para adoptar decisiones, número mínimo de años para entrar en el consejo...) que pueden limitar la capacidad del mercado para supervisar. Tampoco está claro cuál es la razón última para la realización de OPAS; éstas pueden ser consecuencia de decisiones de una alta dirección que persigue sus propios intereses o pueden estar motivadas por el deseo de violar determinados contratos implícitos para asegurar transferencias de riqueza en detrimento de los accionistas de la empresa objetivo.

La necesidad de reforzar los mecanismos de control externo e interno ha intensificado los esfuerzos para implicar a los inversores institucionales en los procesos de supervisión, y ha creado el clima propicio para el desarrollo de diversos códigos de conducta en relación con los consejos de administración (Cadbury, Vienot, Peters). Éstos, en esencia, recomiendan una mayor independencia de los consejeros, realizan consideraciones sobre el tamaño deseable para el mejor funcionamiento de los consejos y proponen la creación de comités específicos para el nombramiento y selección de consejeros o para el desarrollo de la función de control interno.

Las diferencias entre países, en términos de los sistemas de gobierno, y las características de los sectores financieros pueden tener un fuerte impacto sobre las actividades de inversión de las empresas, incluso mayor que sobre las decisiones de financiación. De la misma forma, diferentes estructuras de gobierno también están detrás de distintas

pautas de ahorro de los individuos y las empresas. Pero también es cierto que los sectores financieros de diferentes países —no sólo en la Unión Europea, sino también en Estados Unidos— están tendiendo a parecerse más. La actual discusión, preferentemente en el seno de países como Alemania, Reino Unido y Estados Unidos, pero también en nuestro país, sugiere que puede estar produciéndose una convergencia de los sistemas de gobierno entre el tradicional sistema anglosajón (externo) y el interno, o continental.

La probabilidad y la intensidad del conflicto entre gestores y accionistas aumentan en aquellas actividades en las que la ausencia de competencia permite la obtención de beneficios extraordinarios, porque, de esta manera, si la disciplina ejercida por la competencia es débil, es posible, en función del poder de mercado que les otorga su posición privilegiada, desplazar a los consumidores, vía precios, las ineficiencias acumuladas en su función productiva. Y, en este sentido, es preciso señalar que la eficiencia de distintos sistemas o estructuras de gobierno puede estar influida por el grado de competencia en el mercado de productos.

La existencia de complejos modelos de propiedad entre empresas crea grandes grupos y una fuerte concentración en el mercado de productos, que pueden traducirse en monopolios e ineficiencia asignativa. Ahora bien, el aumento de la competencia en un sector puede minar el desarrollo de relaciones a largo plazo y, por lo tanto, condicionar el éxito de sistemas de gobierno con mecanismos internos orientados a la generación de relaciones estables. Los mecanismos internos son preferibles a la hora de desarrollar políticas que requieran el desarrollo de relacio-

nes con otros grupos —sean accionistas, proveedores, clientes; en definitiva, grupos con intereses en la empresa— y sin embargo los mecanismos externos se revelan superiores para responder al cambio, esto es, en sectores donde son difíciles de explicar los resultados esperados de acciones futuras y mayores las dosis de incertidumbre.

De acuerdo con los dos sistemas de gobierno diferenciados, es posible definir dos tipos de mecanismos de alineación de interés o, en su caso, de supervisión de la actuación de los directivos:

a) Mecanismos internos, que incluyen la remuneración de los gestores, la participación accionarial de los internos, la concentración accionarial, la presencia de inversores institucionales, la financiación bancaria y los consejos de administración.

b) Mecanismos externos, que incluyen la disciplina de mercado (OPAS) y la utilización de deuda.

V. REALIDADES Y HECHOS ESTILIZADOS

En la idea de que los modelos y teorías tienen que explicar los fenómenos financieros reales, y de que sólo en la medida en que los modelos teóricos sean corroborados por la realidad y por los datos extraídos de ella podemos aceptar su validez y utilizar los instrumentos desarrollados, nos proponemos, en las líneas que siguen, presentar algunos de los hechos estilizados en muchos de los trabajos realizados en el campo de las finanzas corporativas, y mostrar el grado de adecuación entre las teorías y la realidad.

Por el lado de la investigación empírica, los esfuerzos principa-

les se han dedicado a corroborar o refutar las proposiciones MM sobre la estructura de capital y la política de dividendos mediante la estimación de regresiones de corte transversal, fuertemente criticadas desde el mundo de la econometría, pero que recientemente han vuelto a ponerse de moda en la forma de regresiones de la «q» de Tobin.

A partir de los años setenta, la metodología anterior, por su propia naturaleza de carácter estático comparativo, se vió sustituida por otra mucho más dinámica y centrada en el análisis de eventos o sucesos esporádicos en la vida de las empresas, como son las ofertas públicas iniciales, las posteriores emisiones de deuda y ampliaciones de capital, las recompras de acciones y permutas de títulos, y los procesos de quiebra y tomas de control. Sin duda, el antecedente de este cuerpo de investigaciones se encuentra en el trabajo pionero de Fama, Fisher, Jensen y Roll (1969), artículo de referencia desde entonces y probablemente el más significativo en el ámbito empírico de las finanzas corporativas.

1. La evidencia empírica estadounidense y algunas comparaciones internacionales

Los resultados más notables procedentes de la investigación empírica no pueden evaluarse, ni mucho menos, como concluyentes. Así, la hipótesis de que los beneficios fiscales de la deuda son un importante determinante de la *ratio* objetivo de *leverage* es contraria a la evidencia empírica de que las empresas más rentables son las menos endeudadas. Un resultado aparentemente contradictorio también con las predicciones del modelo de costes de agencia propuesto

por Jensen (1986); a saber: que las empresas más rentables encuentran en la deuda un mecanismo que disciplina el comportamiento de la dirección y que previene las consecuencias de una política subóptima de inversiones. La hipótesis de que la *ratio* objetivo de endeudamiento está positivamente relacionada con la tangibilidad de los activos (Myers, 1977) encuentra soporte empírico en las relaciones negativas entre la inversión en I+D y el *leverage*. Pero este soporte es puesto en tela de juicio por la evidencia de que las relaciones entre el *leverage* y las dos medidas más habituales de la tangibilidad —*ratio* de amortización y *ratio* valor de mercado a valor contable— son débiles en las empresas que efectivamente siguen políticas activas de endeudamiento (Fama y French, 1998a).

Con respecto a la política de dividendos seguida por las empresas, la evidencia empírica disponible resulta acorde con el modelo de Lintner (1956) y su predicción de que los dividendos siguen un proceso de ajuste a una *ratio* objetivo de reparto que es una proporción fija de los beneficios. Los contrastes empíricos de la hipótesis relativa al contenido informativo de los dividendos analizan, en su mayor parte, la influencia sobre la cotización de las acciones del anuncio del reparto, ya que si los dividendos transmiten información útil a los mercados financieros, el anuncio de la decisión debiera provocar cambios en el precio de las acciones a tenor de la revisión de expectativas que realicen los accionistas. El resultado general de los estudios de acontecimientos es que el anuncio de un dividendo distinto del esperado provoca cambios extraordinarios del mismo sentido en el rendimiento de las acciones, de forma que anuncios de inicios o

de aumentos en los dividendos provocan rendimientos anormales positivos como consecuencia del alza en la cotización, mientras que anuncios de omisiones o de reducciones determinan rentabilidades anormales de las acciones de signo negativo, derivadas de la caída en su valor de mercado (Asquith y Mullins, 1983; Healey y Palepu, 1988). Igualmente, se observa que el precio de los bonos cae significativamente ante anuncios de reducciones en el reparto de dividendos, resultado que apoya la hipótesis de señal informativa de esta decisión (Handjinicolaou y Kalay, 1984).

En un amplio e importante trabajo empírico, Barclay, Smith y Watts (1995) han simultaneado el análisis de las políticas de endeudamiento y dividendos para una muestra de más de 6.700 empresas industriales a lo largo del período 1963-1993. Los resultados de la investigación revelan que el determinante más importante, tanto de la *ratio* de endeudamiento como de la rentabilidad por dividendos, es la medida del alcance de sus oportunidades de inversión. Así, parece constatar que las empresas cuyo valor es consecuencia principal de sus opciones intangibles de crecimiento (medidas a través de las *ratios* valor de mercado a valor contable e inversión en investigación y desarrollo respecto al valor) presentan menores *ratios* de endeudamiento y rentabilidad por dividendos, por término medio, que las empresas cuyo valor resulta fundamentalmente de sus activos tangibles (expresados a través de bajas *ratios* valor de mercado a valor contable y altas *ratios* de amortización).

En un trabajo posterior, Barclay y Smith (1996) amplían el horizonte de su anterior investigación, analizando facetas más concretas de lo que hoy denomi-

namos la «arquitectura financiera de la empresa». Sostienen que la evidencia empírica apoya el argumento de que la arquitectura financiera de la empresa viene determinada principalmente por sus oportunidades de inversión. Y constatan que las empresas con elevadas *ratios* valor de mercado a valor contable («empresas en crecimiento») tienden a utilizar menos deuda que las empresas con menores *ratios* valor de mercado a valor contable («empresas maduras»). Además, el menor endeudamiento de las empresas en crecimiento tiende a ser también de mayor prioridad y a más corto plazo que el que presentan las empresas maduras.

Cabe interpretar tales comportamientos financieros como el resultado de los esfuerzos para mantener la flexibilidad financiera y los incentivos propios a la inversión en las empresas en crecimiento, y proporcionar fuertes incentivos a la dirección para el logro de la eficiencia (y reducción de impuestos) en las empresas maduras.

Esta evidencia empírica resulta sugerente, pero no todo lo concluyente que sería de desear. Así, es verdad, por ejemplo, que se constata una fuerte correlación positiva entre la *ratio* valor de mercado a valor contable y la proporción de deuda garantizada a corto plazo en la estructura de capital, pero no es menos cierto que los tests empíricos no nos permiten distinguir en qué medida esta correlación es debida a la incapacidad de las empresas en crecimiento —por mor de su menor tamaño— para recabar deuda no garantizada en el mercado a largo plazo.

Este amplio cuerpo de investigación empírica no acaba, sin embargo, de encajar las predicciones teóricas con la realidad

observada. La razón de esta falta de poder explicativo de nuestros modelos y teorías estriba, quizás, en las técnicas econométricas utilizadas para su verificación empírica. Como reconoce Miller (1998) en su última vuelta de tuerca a la cuestión, no parece que los modelos de regresión múltiple de uso habitual en la investigación empírica sean los instrumentos adecuados para nuestras necesidades. En su opinión, investigaciones empíricas como las recientemente ensayadas por Fama y French (1998a, b y c) marcan la pauta a seguir para la calibración empírica de las proposiciones MM, y sobre todo —dice Miller— de su implicación clave: la separación de las decisiones empresariales de inversión y financiación.

A este último respecto, los precitados trabajos de Fama y French analizan las políticas de endeudamiento y dividendos de una muestra de más de 2.000 empresas para el período de tiempo comprendido entre 1965 y 1992, y permiten concluir que, contrariamente a lo predicho por la teoría del orden de preferencia, no hay evidencia empírica de que los dividendos se acomoden a la inversión, sino que siguen un proceso de ajuste a una *ratio* objetivo definida como un porcentaje sobre el beneficio, tal como se describe en el modelo de Lintner. Por su lado, el endeudamiento se revela como variable residual en las decisiones de financiación, en la medida en que se constata que la inversión incrementa la deuda y que mayores beneficios tienden a reducir ésta. Finalmente, coligen Fama y French que las variaciones en la *ratio* de endeudamiento en respuesta a cambios en los beneficios y la inversión tienen carácter temporal, pues, a largo plazo, las empresas se fijan también una *ratio* objetivo de endeudamiento.

Otro reciente e importante trabajo de investigación empírica es el de Rajan y Zingales publicado en 1995. A diferencia de los trabajos de investigación que venimos comentando, todos ellos referidos al entorno estadounidense, Rajan y Zingales (1995) dedican sus esfuerzos a verificar si los hechos estilizados sobre la estructura de capital de las empresas estadounidenses son susceptibles de generalización a las empresas de otros países o si, por el contrario, tales regularidades empíricas no son sino meras correlaciones espurias. Con este propósito, analizan una base de datos internacionales referida a los países del grupo G-7, de manera que los países institucionalmente similares a Estados Unidos conformen una muestra independiente con la que contrastar el saber convencional, y aquellos otros con estructuras institucionales diferentes sirvan para discriminar más eficientemente entre teorías alternativas.

Los hallazgos más significativos de esta investigación empírica revelan que, una vez corregidos los sesgos de información derivados de las diferentes normas contables nacionales, el *leverage* es muy similar en los países del G-7, excepción hecha del Reino Unido y Alemania, cuyas empresas presentan un menor grado de endeudamiento en términos comparados; e, igualmente, que las diferencias observadas en la estructura de capital agregada de los siete países analizados vienen en parte explicadas por las diferencias institucionales existentes, si bien, en contra de los resultados alcanzados en investigaciones anteriores, no parece que el predominio de los mercados financieros o de la banca sea la diferencia institucional con mayor poder explicativo, siendo preciso tener en cuen-

ta además otras instituciones, como las normas fiscales, la regulación de la quiebra o el mercado de control societario.

La investigación empírica de Rajan y Zingales prueba además que muchas de las variables explicativas del *leverage* de las empresas estadounidenses, y en particular las oportunidades de inversión, la tangibilidad de los activos, la rentabilidad y el tamaño, actúan también como factores determinantes de la estructura de capital de las empresas del resto de países analizados. Sin embargo, las correlaciones observadas entre la *ratio* de endeudamiento y sus variables explicativas, aun no siendo espurias, tampoco permiten evaluar la capacidad predictiva de las distintas teorías de la estructura de capital.

Más recientemente todavía, Rajan y Zingales (1998) han profundizado en el análisis de las diferencias en la estructura financiera de las empresas representativas de los países integrantes del G-7, en un intento de dar respuesta a los dos interrogantes siguientes:

1) ¿se endeudan más las empresas de países con sistemas financieros orientados hacia la banca?;

2) ¿es fuente de ventaja competitiva una mayor capacidad de endeudamiento?

Contrariamente a la creencia generalizada de que las diferencias entre países en la estructura financiera de las empresas obedecen a la distinta orientación de sus sistemas financieros (mercado vs. banca), y contrariamente también a la idea estereotipada de que unas estrechas relaciones banca-industria constituyen el mejor antídoto contra la «tiranía cortoplacista» del mercado, Rajan y Zingales dejan hablar

a los datos y descubren que, en economías desarrolladas como la japonesa o la alemana, con sistemas financieros orientados hacia la banca, las grandes empresas no presentan una estructura financiera más endeudada y, por ende, que un mayor potencial de endeudamiento no constituye una ventaja competitiva.

La evidencia empírica encontrada por Rajan y Zingales revela, *sensu contrario*, que, cuando el endeudamiento se mide en términos de *ratios* de cobertura, las empresas alemanas —al igual que las del Reino Unido— operan con una estructura de capital menos endeudada que las de sus competidoras internacionales, y también que, en los países con mercados financieros marcadamente transparentes, el desarrollo del sector bancario apenas condiciona el crecimiento de los sectores industriales con mayores necesidades de financiación externa. En suma, concluyen estos autores que mientras un mal funcionamiento del sistema financiero puede recortar drásticamente el crecimiento de una economía, un sistema bancario desarrollado y unas estrechas relaciones banca-industria no parecen ser una fuente importante de ventajas competitivas.

2. La investigación empírica en España

Hasta aquí, la evidencia empírica presentada nos proporciona un retazo de los hechos estilizados por la investigación más recientemente realizada, y una idea del grado de adecuación entre teorías y realidades, circunscrita, eso sí, a la economía estadounidense y a su comparación con la de los seis países más desarrollados de la OCDE.

En lo que sigue, nos proponemos referir la cuestión al caso español, en un intento de comparar indirectamente los resultados alcanzados en los trabajos norteamericanos con los obtenidos en la literatura empírica sobre la empresa española en materia de finanzas corporativas. Para ello, nos servimos de una muestra de investigaciones empíricas realizadas en nuestro país que, salvando las diferencias en lo que atañe al tamaño de las muestras, períodos de tiempo analizados y diferencias institucionales, tratan de replicar los trabajos empíricos estadounidenses. A este respecto, es obligado reconocer y subrayar que la evidencia empírica recientemente encontrada —y aquí comentada— para las empresas norteamericanas es el resultado de investigaciones aplicadas a macrobases de datos tanto por lo que se refiere al número de empresas analizadas (2.000 ó 6.000 empresas) como a la serie de tiempo (en torno a 30 años) para la que se dispone de información.

La muestra de investigaciones empíricas que proporciona soporte a nuestra reflexión sobre las finanzas de la empresa española aparece recogida en el cuadro-anexo que figura al final de este artículo. Cada trabajo se identifica por el nombre del autor o de los autores y por la fecha de presentación o publicación. A renglón seguido, se refieren el objetivo del trabajo, la muestra de empresas analizada, el período de tiempo contemplado y las técnicas estadístico-económicas utilizadas. Finalmente, se extractan los principales resultados alcanzados y se informa de las variables y aproximaciones empleadas, así como de aquellas que se revelaron como más significativas.

De la consideración conjunta de esta no exhaustiva, pero sí re-

presentativa, gama de trabajos, cabe retener una serie de percepciones relativas a la estructura de capital y política de dividendos de las grandes empresas españolas, a su estructura de propiedad y control, a sus efectos sobre el valor y, en última instancia, a los determinantes de su arquitectura financiera.

En consonancia con la evidencia empírica encontrada para las empresas estadounidenses, el determinante más importante de la política de endeudamiento de las empresas españolas es la medida representativa de sus oportunidades de inversión. En cuanto a este primer aspecto, parece constatarse que las empresas con más oportunidades de inversión recurren al endeudamiento en menor medida que aquellas otras con menos opciones de crecimiento; e, igualmente, que la deuda tiene un efecto positivo sobre el valor en ausencia de oportunidades de inversión, y negativo cuando la empresa dispone de oportunidades intangibles de crecimiento.

El tamaño no parece incidir de manera determinante en la política de endeudamiento de nuestras empresas, pues el apalancamiento financiero de las grandes y pequeñas empresas alcanza niveles similares en sus respectivas estructuras de capital, pero sí en el coste efectivo de los recursos utilizados por unas y otras para financiar sus inversiones, observándose una relación negativa entre el tamaño y el coste de capital.

En cuanto a la elección de una u otra fuente de financiación, se percibe, en primer lugar, que, como tal, es una decisión supe-
ditada a la elección de la *ratio* de endeudamiento y, en segundo término, que la elección de una u otra fuente de endeudamiento no determina los efectos reales de

la estructura financiera de la empresa. Sin embargo, algunas investigaciones proporcionan una cierta evidencia empírica acerca de la distinta reacción del mercado ante los anuncios de financiación bancaria y no bancaria. Así, parece constatarse que el anuncio de una emisión de obligaciones contribuye en menor medida a la creación de valor que el anuncio de una financiación mediante préstamo bancario, salvo que la primera esté garantizada; en cuyo caso, la reacción del mercado resulta ser muy similar.

Con relación al plazo del endeudamiento, los escasos trabajos realizados evidencian ciertas interacciones de las decisiones de producción y endeudamiento; de manera que, aparentemente, un mayor endeudamiento a corto plazo se corresponde con un comportamiento más agresivo en el mercado de productos y, también, que estructuras de endeudamiento con mayor proporción de deuda a largo plazo moderan la actitud competitiva de las empresas.

Por lo demás, parece observarse también una clara interdependencia de las decisiones financieras de las empresas españolas, muy en la línea de la evidencia empírica encontrada para las empresas estadounidenses: las decisiones de inversión y dividendos determinan de manera directa las necesidades de financiación ajena, cual reflejo de la demanda adicional de fondos que entrañan ambas decisiones. Consiguientemente, la política de endeudamiento puede concebirse como una variable residual en las decisiones de financiación de la empresa española, en la medida en que las oportunidades de inversión sean el principal determinante de la arquitectura financiera de nuestras empresas y la *ratio* objetivo de

reparto de dividendos sea un porcentaje determinado de la cifra de beneficios.

Respecto a la decisión de inversión, la escasa evidencia empírica disponible muestra la sensibilidad de la inversión al *cash-flow*, mayor en empresas potencialmente sobreinversoras, y en particular de la inversión en activos intangibles a la disponibilidad de fondos internos. Ambos resultados parecen estar en consonancia con la más nítida percepción de que las oportunidades de inversión determinan la política de endeudamiento de las empresas españolas y su efecto sobre el valor.

En concordancia también con la evidencia empírica encontrada para las empresas estadounidenses, los estudios realizados en nuestro país acerca del efecto sobre el valor del anuncio de dividendos, por lo general mediante la técnica del análisis de sucesos, muestran la existencia de rentabilidades anormales de las acciones durante los días de anuncios de variación en el dividendo por acción, e igualmente que la caída de precios ex dividendo es, por término medio, significativamente inferior al importe del dividendo. Además, durante los periodos analizados, se obtienen resultados que revelan una clara preferencia por las ganancias de capital frente a los dividendos, así como la inexistencia de clientelas fiscales.

Otra línea de investigación empírica recientemente desarrollada en nuestro país es la que sigue el cambio de tendencia producido, en el seno de las finanzas corporativas, desde la estructura de capital hacia la estructura de propiedad y el gobierno de la empresa. Un cambio de orientación que refleja la evolución seguida también por la economía financiera de la empresa,

que está dejando de entender los procesos de asignación de recursos como un mero problema de valoración para centrar su interés en un amplio abanico de nuevas percepciones, como son: los problemas asociados a la información asimétrica, la interrelación de derechos de propiedad, incentivos y comportamiento económico, y la existencia de costes relacionados con el modelo elegido para gobernar las transacciones.

Los trabajos empíricos que han analizado la estructura de propiedad de la empresa española coinciden en subrayar su elevada concentración accionarial y el control sobre las decisiones empresariales que ejercen los grandes accionistas activos. La concentración de la propiedad disminuye a medida que aumenta el tamaño de la empresa, al tiempo que, cuanto menor es el porcentaje de acciones en manos del accionista principal, mayor es el recurso al endeudamiento, y mayor también el reparto de dividendos.

Se evidencia igualmente que los accionistas de la empresa española siguen pautas heterogéneas de comportamiento, y que sus características individuales pueden, por tanto, condicionar los resultados de la actividad empresarial. No se constata, sin embargo, que la presencia de bancos entre los accionistas o la pertenencia a un grupo familiar con control mayoritario sean factores determinantes del grado de eficiencia y rentabilidad empresarial.

Por lo que se refiere a la composición del Consejo de Administración, como órgano de gobierno de la empresa y mecanismo interno de control de los problemas de agencia, la escasa evidencia empírica disponible revela que la presencia de externos

en el Consejo influye positivamente sobre la creación de valor en la empresa, y que en las empresas menos rentables es mayor la rotación del Consejo. No se comprueba, sin embargo, que la composición del Consejo afecte a la rotación de internos ni que la concentración de la propiedad sea una variable determinante de la rotación de directivos. Tampoco el tamaño del Consejo parece guardar una clara relación con el valor de la empresa, pues si bien el número de consejeros mejora inicialmente la eficacia del Consejo como mecanismo de control, a partir de un tamaño determinado la creación de riqueza en la empresa tiende a disminuir.

Más eficiente como mecanismo disciplinario se muestra el mercado de control societario, a tenor al menos de la evidencia empírica obtenida en la investigación de los efectos riqueza asociados a las OPAS realizadas en el mercado español. Los resultados alcanzados parecen confirmar la existencia de motivaciones disciplinarias en los procesos de adquisición de empresas ineficientemente gestionadas, observándose incrementos significativos en la rentabilidad de las acciones de la empresa objetivo, como reflejo de las mejores expectativas futuras anticipadas por el mercado. No se constata, sin embargo, que las OPAS creen valor para la empresa adquirente ni que se verifique la hipótesis de motivaciones gerenciales, aun cuando la participación de los directivos en el capital se revela, en alguno de los pocos trabajos existentes, como la variable significativa cara a la resolución de los problemas de agencia que plantean los procesos de fusión.

VI. CONCLUSIONES

No parece arriesgado poner punto final a este recorrido por las teorías y realidades acerca de la financiación empresarial coligiendo que, cuarenta años después de las proposiciones de Modigliani y Miller, sabemos por qué las empresas emiten deuda y entendemos mejor la política financiera seguida por éstas en el mundo real, aunque todavía no hayamos sido capaces de encajar todas las piezas del rompecabezas.

Hay que admitir, sin embargo, que la investigación realizada en el campo de las finanzas empresariales no ha fructificado ni en una clara conciliación de las teorías con las evidencias empíricas ni, a diferencia de las finanzas de mercado, en normas o reglas susceptibles de aplicación inmediata a la dirección financiera de la empresa.

La evidencia empírica disponible encaja mejor, a nuestro juicio, eso sí, con las predicciones de la teoría positiva de la agencia que con las de otras teorías alternativas. La realidad parece ser acorde con las tesis de relevancia de la información y contraria a la tesis de independencia de las decisiones empresariales de inversión y financiación. De hecho, la investigación empírica más recientemente realizada revela que el endeudamiento y el reparto de dividendos transmiten información a los inversores acerca de las expectativas de la empresa, a la par que contribuyen a resolver problemas de agencia o cooperación alineando los intereses en conflicto de los partícipes externos e internos a la dirección.

Los problemas de información asimétrica (selección adversa y riesgo moral) parecen ser, pues, la variable relevante a la hora de

entender los efectos de las decisiones de financiación sobre la economía real. La información tácita que sobre los flujos netos de tesorería esperados contiene una amplia gama de variables, como son los beneficios pasados, actuales y futuros, la inversión o los gastos en investigación y desarrollo, se transmite a través de la política de endeudamiento y el reparto de dividendos de las empresas.

Pero no sólo son problemas de información asimétrica los que explican el cambio experimentado por la investigación en economía financiera de la empresa, es también un problema de poder al que eufemísticamente solemos referirnos en términos de especialización de funciones y separación de la propiedad y el control. El fondo de la cuestión atañe tanto a la asignación de los derechos residuales sobre el *cash flow* y los activos de la empresa como a la asignación de los derechos residuales de decisión y control que incorpora la propiedad: la asignación de los derechos de decisión y control es también relevante, por cuanto determina la forma de gobierno de la empresa.

Por lo demás, las finanzas académicas parecen encontrarse en una encrucijada de bifurcación paradigmática. A un lado se encuentra 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 y el análisis marginalista. Al otro, el paradigma contractual de corte neoinstitucionalista, que, en clara ruptura con la ortodoxia neoclásica, proporciona nuevas respuestas a los sempiternos interrogantes (puzzles) sobre la estructura de capital y la política de dividendos de las empresas.

Como protagonista destacado de esta transición paradigmática, Michael Jensen manifestaba ante la Asociación Americana de Finanzas, en su alocución presidencial de 1993, que la teoría de la agencia (el estudio de los inevitables conflictos de intereses que se producen cuando los individuos deciden comportarse de modo cooperativo) ha cambiado profundamente la teoría de la organización 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.

En la opinión de Jensen, la consideración de todas estas percepciones nos ha enseñado mucho sobre las interdependencias de los contratos explícitos e implícitos que definen los tres elementos clave de toda estructura empresarial: 1) finanzas (estructura de los derechos financieros sobre los flujos de tesorería de la empresa); 2) gobierno (estructura de los derechos de decisión y control del Consejo de Administración y de la alta dirección), y 3) organización (nexo de contratos que define las reglas del juego y determina la arquitectura organizativa: sistema de evaluación y medida de los resultados, sistema de recompensas y sanciones, y sistema de asignar derechos de decisión a los partícipes en la organización).

Y concluía Jensen su alocución presidencial afirmando que el continuo desarrollo de estas nuevas áreas de investigación ha fragmentado la profesión de finanzas, que ya no puede dividirse simplemente entre finanzas corporativas y finanzas de mercado. Pero si bien es verdad que

esa fragmentación es la constatación no del fracaso, sino del progreso, de la economía financiera, no es menos cierto que, en primera instancia, el balance de la investigación en finanzas durante los últimos cuarenta años no parece satisfactorio, pues muchas de las cuestiones que caen dentro del ámbito empresarial, lejos de haber sido resueltas, se han visto aún más complicadas.

Cuando se profundiza, sin embargo, en las cuestiones de finanzas pertenecientes al dominio de la empresa, se constata que las respuestas proporcionadas por la investigación a las preguntas de por qué las empresas se endeudan y reparten dividendos entrañan un progreso innegable, y también que el conocimiento que hoy se tiene de las variables que nos ayudan a entender la naturaleza de la empresa y a explicar su estrategia financiera no tiene parangón alguno con la visión teórica que imperaba hace un cuarto de siglo.

BIBLIOGRAFÍA

- ANDRÉS ALONSO, P., y AZOFRA PALENZUELA, V. (1996), «La estructura contractual de la gran empresa española: algunas evidencias empíricas», *Actas de las XII Jornadas de Economía Industrial*, Madrid, páginas 161-170.
- ANDRÉS ALONSO, P.; AZOFRA PALENZUELA, V., y RODRÍGUEZ SANZ, J. A. (1997), «Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: Un contraste empírico para el caso español», *Actas de las XIII Jornadas de Economía Industrial*, Madrid, págs. 107-116.
- ASQUITH, P., y MULLINS, D. W. (1983), «The impact of initiating dividend payments on shareholders wealth», *Journal of Business* 56, págs. 77-96.
- BARCLAY, M., y SMITH, C. (1996), «On financial architecture: Leverage, maturity and priority», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 8, n.º 4, págs. 4-17.
- BARCLAY, M.; SMITH, C., y WATTS, R. (1995), «The determinants of corporate leverage and dividend policies», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 7, n.º 4, páginas 4-19.
- BLACK, F. (1976), «The dividend puzzle». *Journal of Portfolio Management*, vol. 2, páginas 5-8.

- BRENNAN, M. (1970), «Taxes, market valuation and corporate financial policy», *National Tax Journal*, vol. 23, páginas 417-427.
- (1995), «Corporate finance over the past 25 years», *Financial Management*, volumen 24, n.º 2, págs. 9-22.
- CAMPOS, J. (1996), «La estructura financiera y decisiones reales en las empresas: un análisis empírico», *Actas de las XII Jornadas de Economía Industrial*, Madrid, páginas 203-210.
- CRESPÍ I CLADERA, R. (1997), «Determinants of ownership structure: a panel data approach to the spanish case», *Escuela de Finanzas Aplicadas*, I Foro de Segovia, Sesión «Corporate Finance».
- CUERVO CAZURRA, A. (1997), *Estructura de propiedad y comportamiento de la empresa: objetivos alternativos de los accionistas en España*, tesis doctoral, Universidad de Salamanca.
- EASTERBROOK, F. H. (1984), «Two agency-cost explanation of dividends», *American Economic Review*, vol. 74, páginas 650-659.
- FAMA, E., y FRENCH, K. (1998a), «Investment, dividends, debt and earnings», University of Chicago, Graduate School of Business.
- (1998b), «Value versus growth: The international evidence», *Journal of Finance*, vol. 53, n.º 6, págs. 1975-1999.
- (1998c), «Taxes, financing decisions, and firm value», *Journal of Finance*, volumen 53, n.º 3, págs. 819-843.
- FAMA, E. F.; FISHER, L.; JENSEN, M. C., y ROLL, R. (1969), «The adjustment of stock prices to new information», *International Economic Review*, vol. 10, págs. 1-21.
- FERNÁNDEZ ÁLVAREZ, A. I., y GÓMEZ ANSÓN, S. (1997), «El mercado de control corporativo y los costes de agencia. Evidencia en el mercado de capitales español», *Actas de las XIII Jornadas de Economía Industrial*, Madrid, págs. 187-192.
- FERNÁNDEZ ÁLVAREZ, A. I.; GÓMEZ ANSÓN, S., y FERNÁNDEZ MÉNDEZ, C. (1997), «The effect of board size and composition on corporate performance», *Actas de las XIII Jornadas de Economía Industrial*, Madrid, págs. 117-124.
- FERNÁNDEZ BLANCO, M., y GARCÍA MARTÍN, C. J. (1995), «El efecto de la publicación de una opa sobre la rentabilidad de las acciones», *Revista Española de Economía*, volumen XII, n.º 2, págs. 219-240.
- FISHER, I. (1965), *The Theory of Interest*, August M. Kelley Publisher, Nueva York (Reimpresión de la edición de 1930).
- GALVE GÓRRIZ, C., y SALAS FUMÁS, V. (1993), «Propiedad y resultados de la gran empresa española», *Investigaciones Económicas*, vol. XVII, n.º 2, págs. 207-238.
- (1995), «Propiedad y eficiencia de la empresa: teoría y evidencias empíricas», *In-*

formación Comercial Española, n.º 740, páginas 119-129.

- GINER BAGUÉS, E., y SALAS FUMÁS, V. (1997), «Sensibilidad de la inversión a las variables financieras: restricciones financieras y sobreinversión», *Escuela de Finanzas Aplicadas*, I Foro de Segovia, Sesión «Corporate Finance».
- GISPERT I PELLICER, C. (1998), «Board turnover and firm performance in spanish companies», *Investigaciones económicas*, vol. XXIII (3), septiembre
- GONZÁLEZ MÉNDEZ, V. (1997), «La valoración por el mercado de capitales español de la financiación bancaria y de las emisiones de obligaciones», *Investigaciones Económicas*, vol. XXI, n.º 1, páginas 111-128.
- GONZÁLEZ RODRÍGUEZ, F. (1995), «La reacción de los precios de las acciones ante anuncios de dividendos: la evidencia empírica en el mercado español de valores», *Investigaciones Económicas*, vol. XIX, número 2, págs. 249-268.
- GONZÁLEZ RODRÍGUEZ, F., y MENÉNDEZ REQUEJO, S. (1993), «Implicaciones de la estructura de propiedad sobre las decisiones financieras de la empresa», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. II, n.º 3, págs. 89-98.
- GORDON, M. J. (1959), «Dividends, earnings, and stock prices», *Review of Economics and Statistics*, vol. 41, págs. 99-105.
- HANDJINICOLAOU, G., y KALAY, A. (1984), «Wealth redistributions or changes in firm value: An analysis of returns to the bondholders and to the stockholders around dividend announcements», *Journal of Financial Economics*, vol. 13, págs. 35-63.
- HART, O. (1995), «Corporate governance: Some theory and implications», *The Economic Journal*, vol. 105, mayo, páginas 678-689.
- HEALY, P., y PALEPU, K. (1988), «Earnings information conveyed by dividend initiations», *Journal of Financial Economics*, vol. 21, págs. 149-175.
- JENSEN, M. (1986), «Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers», *American Economic Review*, volumen 76, págs. 323-329.
- (1993), «The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems», *Journal of Finance*, volumen 48, n.º 3, págs. 831-880.
- KOSE, J., y SENBET, L. (1998), «Corporate governance and board effectiveness», *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, páginas 371-403.
- KRAUSS, A., y LITZENBERGER, R. (1973), «A state-preference model of optimal financial leverage», *Journal of Finance*, volumen 28, n.º 4, septiembre, páginas 911-922.
- LANG, L. H. P., y LITZENBERGER, R. H. (1989), «Dividend announcements. Cash-flow signalling vs. free cash flow hypothesis?», *Journal of Financial Economics*, volumen 24, págs. 181-191.

LINTNER, J. (1956), «Distribution of incomes of corporations among dividend, retained earnings, and taxes», *American Economic Review*, vol. 46, págs. 97-113.

LOZANO GARCÍA, B.; MIGUEL HIDALGO, A., y PINDADO GARCÍA, J. (1997a), «Propiedad y gestión en el mercado de control empresarial: un enfoque de agencia», *Actas del VII Congreso Nacional de ACEDE*, Almería, págs. 403-418.

— (1997b), «Restricciones financieras a la inversión en activos intangibles», *Actas del VII Congreso Nacional de ACEDE*, Almería, págs. 467-479.

MENÉNDEZ REQUEJO, S. (1996), «Interdependencia de las decisiones financieras en las empresas españolas», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, volumen XXV, n.º 87, págs. 315-342.

MENÉNDEZ REQUEJO, S., y GONZÁLEZ RODRÍGUEZ, F. (1996), «Implicaciones de las teorías de agencia, señales y fiscales sobre la estructura de capital: Un contraste en el Mercado Español de Capitales», *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, vol. V, n.º 1, páginas 15-24.

MILLER, M. H. (1977), «Debt and taxes», *Journal of Finance*, vol. 12, págs. 451-468.

— (1998), «The M&M propositions 40 years later», *European Financial Management*, volumen 4, n.º 2, págs. 113-120.

MILLER, M. H., y MODIGLIANI, F. (1961), «Dividend policy, growth, and the valuation of shares», *Journal of Business*, octubre, páginas 411-433.

MODIGLIANI, M., y MILLER, M. H. (1958), «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment», *American Economic Review*, vol. 68, n.º 3, junio, páginas 261-297.

MYERS, S. C. (1977), «Determinants of corporate borrowing», *Journal of Financial Economics*, vol. 5, págs. 147-175.

OCAÑA, C.; SALAS, V., y VALLÉS, J. (1994), «Un análisis empírico de la financiación de la pequeña y mediana empresa manufacturera española: 1983-1989», *Moneda y Crédito*, n.º 199, págs. 57-96.

RAJAN, R. G., y ZINGALES, L. (1995), «What do we know about capital structure? Some evidence from international data», *Journal of Finance*, vol. 51, n.º 5, páginas 1421-1460.

— (1998), «Debt, folklore, and cross-country differences in financial structure», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 10, número 4, págs. 102-107.

RODRÍGUEZ SANZ, J. A. (1997), *Capital, control y resultados en la gran empresa*, Tesis doctoral, Universidad de Valladolid.

ROZEFF, M. (1982), «Growth, beta, and agency costs as determinants of dividend payout ratios», *Journal of Financial Research*, 5, págs. 249-259.

RUIZ CABESTRE, F. J., y ESPITIA ESCUER, M. (1996), «La formación de precios de las acciones alrededor del pago de dividendos en el mercado de capitales español», *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, vol. XXV, págs. 179-198.

SAÁ REQUEJO, J. (1996), «Financing decisions: Lessons from the spanish experience», *Journal of The Financial Management Association*, vol. XXV, n.º 3, páginas 44-56.

WILLIAMSON, O. E. (1988), «Corporate finance and corporate governance», *Journal of Finance*, vol. 43, n.º 3, julio, páginas 567-591.

CUADRO - ANEXO

LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA EN ESPAÑA

Autores	Objetivo del estudio-hipótesis a contrastar	Muestra y periodo	Tipo de análisis	Resultados	Variables relevantes en el estudio
Andrés Alonso, Azofra Palenzuela, y Rodríguez Sanz (1997)	Incidencia de la estructura de capital y de la estructura de propiedad y control sobre la creación de valor de la empresa en el mercado.	101 empresas no financieras cotizadas en el mercado de valores español en el periodo 1991-1995. Cortes transversales: 1992 y 1995.	Análisis de la variancia y Modelo de regresión lineal múltiple.	La deuda tiene un efecto positivo sobre la creación de valor en contextos de ausencia de oportunidades de inversión (problema del <i>free cash-flow</i>), pero negativo en presencia de las mismas (problema de <i>infrainversión</i>). La propiedad directiva presenta correlación positiva con la creación de valor en ausencia de oportunidades de inversión, mientras que la concentración accionarial presenta una correlación negativa con el valor creado en presencia de oportunidades de inversión.	V. dependiente: <i>ratio</i> de valoración. V. independiente: medidas del tipo y grado de financiación, y variables que caracterizan la estructura de gobierno en la empresa.
Andrés Alonso, y Azofra Palenzuela (1996)	Estudio de la estructura de los contratos de la gran empresa española: características de los mismos en términos de pagos, grado de apalancamiento contractual y características de la estructura de propiedad y control asociados a ese apalancamiento.	132 empresas no financieras cotizadas en el mercado de valores español en el periodo 1992-1993.	Análisis de componentes principales y de jerarquías.	Elevado apalancamiento contractual de la empresa española. A mayor imbricación de la propiedad en el control, mayor grado de apalancamiento contractual. Este predominio de los contratos con pagos fijos es coherente con una escasa separación propiedad-control, pues la falta de especialización atenúa los problemas de agencia y reduce el riesgo de comportamiento oportunista por parte de la dirección. Los pagos adscritos a contratos externos son característicos de las multinacionales (contratos con proveedores). Los pagos adscritos a contratos internos son característicos de empresas nacionales privadas, y en especial de las familiares (contratos de producción y de personal).	Indicadores que caracterizan la estructura de pagos, y la estructura de propiedad y control.
Campos (1996)	Estudio de las implicaciones de la composición de la estructura de capital sobre la actitud competitiva de las empresas protegidas por la cláusula de responsabilidad limitada.	Panel de 3.330 empresas españolas extraído de la ESEE. Periodo: 1991-1994.	Modelos de regresión: lineal y logit.	El modelo propuesto considera que el comportamiento en el mercado de productos es consecuencia de la estructura financiera en un periodo previo. El endeudamiento a corto plazo conlleva actitudes más agresivas de la empresa en el mercado de productos al tiempo que una alta proporción de deuda a largo plazo tiende a minorar este efecto.	V. dependiente: variación en la cifra de ventas de la empresa entre dos periodos consecutivos, V. independiente: tasa de variación en las variables de tipo y grado de endeudamiento, intensidad de capital y variables ficticias de tamaño y edad.
Crespí i Cladera (1997)	Investiga los determinantes de la estructura de capital de las empresas españolas: la relación entre tamaño y grado de propiedad, la influencia del tamaño sobre los distintos tipos de inversores, la concentración de la propiedad ante ambientes inestables y la relación entre estructura de propiedad y regulación del sector.	72 empresas no financieras (excepto bancos), desde el primer trimestre de 1990 hasta el cuarto de 1994.	Modelo de regresión.	Relación inversa entre tamaño y concentración de la propiedad, también relación inversa con la volatilidad de la rentabilidad de las acciones. No encuentra relación entre empresas reguladas y concentración de la propiedad.	Tamaño (activos). Estabilidad del entorno (modelo de mercado). Índice de Madrid. Regulación.

CUADRO - ANEXO (continuación)

LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA EN ESPAÑA

<i>Autores</i>	<i>Objetivo del estudio-hipótesis a contrastar</i>	<i>Muestra y período</i>	<i>Tipo de análisis</i>	<i>Resultados</i>	<i>Variables relevantes en el estudio</i>
Cuervo Cazurra (1997)	Estudio de las relaciones entre el control corporativo y el comportamiento de la empresa en España: se analiza la relación entre los accionistas y la estrategia de diversificación, el endeudamiento y la rentabilidad de la empresa.	Empresas no financieras presentes en el mercado de capitales español entre 1991 y 95: 1) muestra de 240 empresas para el estudio de la relación entre estructura de capital y de propiedad. 2) muestra de 236 empresas para el estudio de la relación entre estructura de propiedad y estrategia.	1) Contrastes estadísticos de diferencias de medias y de medianas. Análisis discriminante. Modelo Tobit. 2) Modelo logit multinomial.	El estudio muestra que los accionistas no son homogéneos y que sus características individuales están asociadas a distintos comportamientos en la empresa. La propiedad de la empresa tiene un impacto diferencial en la empresa. Grandes accionistas activos ejercen influencia en la empresa para obtener sus beneficios privados, aun cuando esto puede perjudicar al beneficio público de maximización de resultados. Así, para entender las decisiones de la empresa es necesario analizar no sólo las decisiones de los directivos, sino también la propiedad de la empresa y otros grupos que ejercen influencia en la misma.	Naturaleza del primer accionista. Participación accionarial del primer y de los tres primeros accionistas. Deuda bancaria. Endeudamiento. Liquidez. Coste de la deuda. Rentabilidad económica y financiera. Presencia de un banco como accionista permanente. Variables de control: ventas, año, sector, empresa. Medida de diversificación de Rumelt
Fernández Álvarez y Gómez Ansón (1997)	Estudio de la influencia de los costes de agencia en los efectos riqueza asociados a las OPA realizadas en el mercado español. Se contrasta la existencia de una motivación disciplinaria creadora de valor que propiciaría la adquisición de empresas con una gestión ineficiente, así como la de motivaciones gerenciales en la empresa adquirente que conducirían a actuaciones oportunistas no generadoras de riqueza.	Muestra de 74 OPA sobre empresas que cotizaron en la Bolsa de Madrid entre 1988 y 1994.	Estudio de eventos. Regresión lineal.	La adquisición de empresas con una gestión ineficiente incrementa las ganancias asociadas a la adquisición, lo cual confirma la validez de la hipótesis disciplinaria. Sin embargo, en relación con la hipótesis de las motivaciones gerenciales la evidencia obtenida no es definitiva, dado que las relaciones no siempre se corresponden a las esperadas ni son estadísticamente significativas.	Rentabilidades previas al anuncio de la OPA. Variables de control: carácter nacional o extranjero de la empresa adquirente, existencia de múltiples ofertas, participación previa de la adquirente en la objetivo, participación adquirida en la objetivo a través de la OPA, tamaños relativos de la adquirente y objetivo.
Fernández Álvarez, Gómez Ansón, y Fernández Méndez (1997)	Estudio del papel desempeñado por el consejo de administración como mecanismo de control de las actuaciones gerenciales. Se analizan las implicaciones del tamaño y composición del consejo sobre la creación de valor en la empresa.	70 empresas no financieras cotizadas en la Bolsa de Madrid en el año 1993.	Modelos de regresión múltiple.	Las características del consejo influyen sobre la creación de valor en la empresa. La presencia de externos en el consejo de administración influye positivamente sobre la creación de valor en la empresa, mientras que el tamaño del consejo presenta una relación no lineal con dicha variable. Inicialmente, un mayor tamaño del consejo mejora su eficacia, pero a partir de una dimensión óptima, un mayor tamaño destruye riqueza en la empresa.	V. dependientes: Q de Tobin y <i>ratio</i> de valoración. V. independientes: proporción de externos en el consejo, tamaño del consejo, participación directiva, endeudamiento, tamaño de la empresa.

CUADRO - ANEXO (continuación)

LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA EN ESPAÑA

Autores	Objetivo del estudio-hipótesis a contrastar	Muestra y período	Tipo de análisis	Resultados	Variables relevantes en el estudio
Fernández Blanco y García Martín (1995)	Estudio de los efectos de una OPA sobre la riqueza de los accionistas de las empresas objetivo o adquirentes.	Muestras de 34 (36) operaciones correspondientes a empresas que lanzaron (fueron objeto de) OPA en el mercado de capitales español durante el período enero de 1985 a marzo de 1993.	Estudio de eventos. Regresión lineal.	Se observan incrementos significativos en la rentabilidad de las acciones de la empresa objetivo. La ganancia anormal promedio acumulada que se obtiene con la operación no se ve mermada una vez sobrepasado el anuncio de OPA. Se observan rentabilidades extraordinarias significativas para el momento de tiempo ($t = 1$) siguiente a la divulgación de la operación, pero que se pierden inmediatamente después. Los resultados indican que el mercado anticipa expectativas futuras positivas por los cambios que conlleva la operación para la empresa objetivo; sin embargo, para la empresa adquirente el mercado no tiene expectativas futuras positivas hasta no comprobar el éxito de la operación.	Rentabilidades anormales.
Galve Górriz, y Sa-las Fumás (1993)	Presenta evidencias empíricas sobre la composición accionarial de la empresa españolas. Estudia los mecanismos a través de los que se traslada la influencia de la propiedad-control sobre los resultados.	1) 311 empresas que cotizan en las bolsas españolas a junio de 1990. 2) 110 empresas de las anteriores extraídas de las memorias publicadas por la CNMV	Regresión lineal múltiple.	Propiedad accionarial de las empresas es muy concentrada. Mantener un control mayoritario en la empresa dentro de un grupo familiar puede obligar a la empresa a limitar su crecimiento, pero crea una mayor eficiencia frente a una situación donde el control se difumina. No se encuentran evidencias sobre las vías de influencia de la propiedad y control de la empresa sobre su eficiencia y rentabilidad.	Reparto del accionariado. Valor añadido. Rentabilidad de los fondos propios.
Galve Górriz, y Sa-las Fumás (1995)	Análisis de las diferencias en productividad y rentabilidad entre empresas controladas o no por un grupo familiar.	Panel de 81 empresas privadas no financieras cotizadas en el mercado de valores español. Período: 1990-1991 (datos semestrales).	Modelos de regresión lineal múltiple.	El control ejercido por grupos familiares se traduce en una mayor productividad de la empresa. Sin embargo, el efecto de la mayor productividad sobre la rentabilidad se ve contrarrestado por el impacto negativo de la menor dimensión de las empresas controladas por un grupo familiar, llegándose así a una rentabilidad final similar para los dos colectivos de empresas (empresas "familiares" y no "familiares").	V. dependiente: productividad del factor trabajo y rentabilidad sobre fondos propios. V. independiente.: intensidad de capital, <i>output</i> de la empresa, tamaño, y variables que caracterizan la estructura de propiedad.
Giner Bagüés y Sa-las Fumás (1995)	Investigar la sensibilidad de la inversión al <i>cash flow</i> de la empresa a partir de las premisas de mercados de capitales imperfectos. Contraste de la hipótesis de "sobreinversión" frente a la hipótesis de "jerarquía financiera" como explicativas de la sensibilidad de la inversión de la empresa a los recursos generados internamente.	73 empresas no financieras que cotizan en el mercado bursátil durante el período 1963-1988.	Regresión lineal múltiple: contraste a partir de la Q de Tobin. Contraste a partir de ecuaciones de Euler.	La sobreinversión es un factor explicativo de la sensibilidad de la inversión al <i>cash flow</i> : la sensibilidad es mayor en empresas potencialmente sobreinversoras (incluso cuando se controlan problemas de información asimétrica y limitaciones en los fondos internos disponibles). La presencia o no de bancos entre los accionistas no influye para que una empresa sea clasificada como de alta o baja Q de Tobin (que la empresa obtenga un mayor o menor valor económico de su capital).	V. dependiente: Inversión, <i>stock</i> de capital. V. independiente.: Q Tobin, <i>cash flow</i> , ventas.

CUADRO - ANEXO (continuación)

LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA EN ESPAÑA

<i>Autores</i>	<i>Objetivo del estudio-hipótesis a contrastar</i>	<i>Muestra y período</i>	<i>Tipo de análisis</i>	<i>Resultados</i>	<i>Variables relevantes en el estudio</i>
Gispert i Pellicer (1998)	Análisis de la efectividad de los mecanismos de gobierno de la empresa y de la capacidad disciplinadora de los Consejos de Administración. Evaluar el impacto de la concentración de la propiedad en la disciplina del Consejo.	113 empresas con cotización en el mercado bursátil español en el período 1989-1995	Modelo Tobit	Se detecta una relación negativa entre rotación del Consejo y medidas de rentabilidad. La rotación de los internos es más sensible a cambios en la rentabilidad. La presencia de externos no incrementa la rotación de internos en empresas con pobres rendimientos. No se comprueba que la composición del Consejo sea relevante para explicar la rotación de internos. No se observa relación entre concentración de la propiedad y rotación de directivos aunque existe una relación positiva entre rendimiento y rotación para las empresas con concentración.	V. dependiente: cambios en el Consejo, tanto internos como externos. V. independiente: proporción de externos, rentabilidad económica, rendimiento de las acciones, grado de concentración de la propiedad
González Méndez (1997)	Efecto sobre el valor de mercado de las empresas del tipo de financiación ajena utilizada: bancaria y no bancaria (emisiones de obligaciones).	Empresas admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid y que durante el período 1988 -1994 han emitido obligaciones no convertibles (19) y han contratado préstamos bancarios (27).	Estudio de eventos. Regresión lineal.	Los anuncios de préstamos concedidos por entidades financieras están asociados con incrementos en el valor de mercado de las acciones de las empresas prestatarias. Las emisiones de obligaciones, cuando están garantizadas, dan lugar a un incremento en el precio de las acciones de valor similar al obtenido para los préstamos bancarios. Existe una mayor reacción por parte del mercado de valores ante renovaciones de préstamos bancarios que ante nuevas concesiones.	Rentabilidades anormales. Importe relativo de la financiación ajena. Tamaño de la empresa
González Rodríguez (1995)	Efecto del anuncio de dividendos sobre el valor de mercado de las acciones; centrándose en los efectos informativos, la reducción de costes de agencia y las incidencias de la formación de clientelas fiscales.	69 empresas admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Madrid que repartieron dividendos de forma periódica en el período 1986 -1992.	Estudio de eventos. Regresión lineal.	Existencia de rentabilidades anormales de las acciones durante los días de anuncios de variación de dividendo por acción. Mayor reacción del precio de las acciones en el grupo de títulos con alto rendimiento por dividendos. No se dan resultados favorables a la hipótesis de la influencia de existencia de clientelas fiscales durante el período de estudio.	Rentabilidad anormal acumulada. Variación del dividendo por acción
González Rodríguez, y Menéndez Requejo (1993)	Análisis del proceso de separación entre propiedad y control de las empresas. Contrastan la existencia de diferencias significativas entre los niveles de endeudamiento y de rendimiento por dividendos de empresas con distintos niveles de concentración de la propiedad.	165 empresas no financieras admitidas a cotización oficial en la Bolsa de Valores de Madrid a 31-12-91 que tienen comunicadas participaciones significativas a la CNMV.	Contraste estadístico de diferencia de medias.	Utilización creciente de deuda y dividendos a medida que disminuye el porcentaje de acciones poseído por el accionista principal.	Grado de concentración de la propiedad. Tasa media de endeudamiento. Variación de la tasa media de endeudamiento. Rendimiento por dividendos
Lozano García, Miguel Hidalgo, y Pindado García (1997)	Estudio de los mecanismos de control que contribuyen a la solución de los conflictos de agencia entre accionista-directivo.	42 empresas no financieras integrantes de fusiones u OPA durante el período 1991-1993 cotizadas en la Bolsa de Madrid.	Modelo de regresión lineal múltiple. Estudio de eventos.	La propiedad directiva y el tamaño de la empresa presentan en el estudio correlación significativa, positiva y negativa, respectivamente, con el valor creado en la fusión. La participación de los directivos se revela en el estudio como la variable significativa de cara a reducir los posibles conflictos de agencia en el seno de las fusiones empresariales.	V. dependiente: creación de valor para el accionista asociado al anuncio de una fusión. V. independiente: participación directiva, tamaño de la empresa, rotación directiva, tasa de variación de la rentabilidad del sector, concentración de la propiedad, y compensación no remunerada

CUADRO - ANEXO (continuación)

LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA EN ESPAÑA

Autores	Objetivo del estudio-hipótesis a contrastar	Muestra y período	Tipo de análisis	Resultados	Variables relevantes en el estudio
Lozano García, Miguel Hidalgo, y Pindado García (1997)	Estudio de las restricciones financieras que limitan la inversión en activos intangibles: <i>cash-flow</i> disponible, participación de los administradores en la propiedad, endeudamiento y costes de insolvencia.	Panel de 124 empresas no financieras cotizadas en el mercado de valores español. Período: 1990-1995.	Modelos de regresión lineal múltiple.	La disponibilidad de fondos internos y el sector de actividad de la empresa son factores que limitan significativamente la inversión en activos intangibles, así como, aunque en mucha menor medida, el endeudamiento y la no participación de los administradores en la propiedad.	V. dependiente: intangibilidad de los activos. V. independiente: medidas de endeudamiento, <i>cash-flow</i> disponible, propiedad directa y costes de insolvencia financiera
Menéndez Requejo (1996)	Contraste de la interdependencia de las decisiones financieras de la empresa y la influencia de los conflictos de interés cuando la asimetría de la información facilita comportamientos oportunistas.	165 empresas no financieras que cotizan en el la Bolsa de Madrid, durante el ejercicio 1991.	Modelo de ecuaciones simultáneas.	La decisión de inversión depende en sentido directo de la de financiación y en sentido inverso de la de dividendos. La decisión de inversión y la de dividendos condicionan el aumento de la financiación ajena de forma directa, como reflejo de la demanda de fondos que suponen ambas decisiones. La decisión de dividendos depende de las demás decisiones financieras, en sentido inverso de la inversión y en sentido directo de la financiación.	Dependientes: inversión, financiación, dividendo. Independientes: recursos generados, aumento del valor de la producción, tamaño, ampliación de capital, beneficio neto, dividendo anterior, gastos financieros, concentración.
Menéndez Requejo, y González Rodríguez (1996)	Análisis de la importancia relativa de las teorías fiscales de agencia y de señales para explicar los niveles de endeudamiento utilizados por las empresas no financieras.	147 empresas no financieras que cotizan en la Bolsa de Madrid en los ejercicios 1990, 1991 y 1992.	Modelo de regresión lineal múltiple.	Mayor importancia relativa de las propuestas formuladas por la teoría de agencia frente a las de las teorías de señales y fiscal. Según la teoría de agencia, las empresas que presentan en proporción menores oportunidades de inversión futuras, mantienen estructuras de capital más endeudadas. A mayor dispersión de la propiedad, mayor utilización de la deuda para atenuar conflictos de agencia. Relación negativa entre tamaño y tasa de capitalización.	Oportunidades de inversión. Tasa de capitalización. Tamaño. Concentración de la propiedad del capital. Variable que recoge diferencias sectoriales
Ocaña, Salas y Vallés (1994)	Presenta evidencia empírica sobre las principales variables que caracterizan la financiación de la empresa manufacturera española, y constata que existen diferencias significativas en dichas variables según la dimensión de las empresas.	670 empresas privadas obtenidas de la CBBE durante el período 1983-1989.	Modelo lineal multivariante.	Existencia de diferencias entre las empresas españolas según su tamaño. Relación inversa entre la variabilidad de los resultados económicos de las empresas y su tamaño. Las empresas pequeñas muestran una mayor heterogeneidad intracase que las empresas grandes. Mayor variabilidad de resultados en empresas pequeñas, que se enfrentan a un mayor coste de capital. Relación inversa entre la rentabilidad media de los activos y el tamaño de la empresa. La empresa pequeña mantiene un endeudamiento similar al de la grande y muestra niveles de liquidez superiores.	Nivel de endeudamiento. Composición de la deuda. Cobertura de la deuda. Coste de la deuda nominal y real. Variables a explicar por tamaño y sector de actividad
Rodríguez Sanz (1997)	Análisis de los factores determinantes de la estructura de capital, de la estructura de propiedad y control, y de la valoración de la empresa en el mercado.	97 empresas industriales cotizadas en el mercado de valores español en 1989.	Análisis de la varianza y Modelos de regresión lineal.	La estructura de capital de la empresa se revela como un mecanismo de control que concilia los intereses de la dirección y aportantes de fondos, y transmite información al mercado acerca de las perspectivas de la empresa; de esta forma, tanto la estructura de capital como la accionarial condicionan significativamente el valor de mercado de la empresa.	43 variables o indicadores de carácter económico y/o financiero

CUADRO - ANEXO (conclusión)

LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA EN ESPAÑA

<i>Autores</i>	<i>Objetivo del estudio-hipótesis a contrastar</i>	<i>Muestra y periodo</i>	<i>Tipo de análisis</i>	<i>Resultados</i>	<i>Variabes relevantes en el estudio</i>
Ruiz Cabestre y Espitia Escuer (1996)	Análisis del efecto que el pago de dividendos tiene sobre el precio de las acciones en el mercado de capitales español.	62 empresas que componen el Índice General de la Bolsa de Madrid en 1992. Período 1980-92.	Análisis de la rentabilidad residual alrededor de la fecha ex-dividendo.	La caída de precios ex dividendo es, por término medio, significativamente inferior al importe del dividendo, manifestándose una clara preferencia por las ganancias de capital en relación con los dividendos.	Rentabilidad residual. Rentabilidad esperada, real y de mercado. Precio de la acción. Dividendo. Valor del derecho de suscripción.
Saá-Requejo (1996)	Estudio de las preferencias de las empresas respecto a diferentes fuentes de financiación y la actuación de los bancos en el sistema financiero español.	132 empresas de la Central de Balances del Banco de España. Diciembre de 1984 a diciembre del 1988.	Modelo Logit.	Las empresas españolas tienen en cuenta en menor medida si los fondos recibidos proceden del mercado privado o público que si se obtienen en forma de deuda o acciones. Los resultados no constatan la hipótesis de que las empresas pertenecientes a un grupo industrial liderado por una entidad bancaria, tendrían distintos y menores problemas de información que el resto de empresas.	Amortización de activos. Tasas fiscales. Variación anual de ingresos operativos. <i>Ratio</i> de activos intangibles. Total activo. <i>Ratio</i> de endeudamiento. Liquidez. Inversión.

Resumen

Cuarenta años después de que Franco Modigliani y Merton Miller demostrasen formalmente que, bajo ciertos supuestos, las decisiones empresariales de inversión y financiación eran independientes, seguimos sin saber a ciencia cierta —y nunca mejor dicho— cómo deciden las empresas sus *ratios* de endeudamiento y reparto de dividendos. Ni las teorías más en boga ni la evidencia empírica disponible corroboran o refutan de forma concluyente las proposiciones MM. Así las cosas, este artículo trata de contribuir a elucidar la cuestión revisando el estado actual de las finanzas corporativas, en un intento de conciliar nuestras teorías con la realidad observada.

Palabras clave: empresa, deuda, dividendos, gobierno, evidencia empírica.

Abstract

Forty years after Franco Modigliani and Merton Miller showed formally that in certain circumstances business investment and financing decisions were independent, we still do not know with absolute certainty how companies decide their borrowing *ratios* and distribution of dividends. Neither the most fashionable theories nor the empirical evidence available conclusively corroborate or refute *the MM propositions*. In this state of affairs, this article sets out to try and shed some light on the question by reviewing the current state of corporate finance in an attempt to reconcile our theories with the reality observed.

Key words: company, debt, dividends, government, empirical evidence.

JEL classification: G31, G32.