

EVOLUCION RECIENTE DE LA MODERNA TEORIA FINANCIERA

*Valentín Azofra Palenzuela
Ana I. Fernández Alvarez*

1. INTRODUCCION

Desde los albores del presente siglo en que la Economía Financiera de la Empresa emerge como disciplina autónoma hasta la actualidad, las finanzas empresariales han evolucionado en paralelo a los cambios económicos sufridos y en consonancia con la necesidad de dar una respuesta a los problemas, cada vez más complejos, con los que se enfrenta la dirección financiera de la empresa.

El alcance de las finanzas empresariales no ha sido siempre el mismo. Sus fronteras, en cuanto área de conocimiento, han seguido un curso expansivo, condicionado por el discurrir de las transformaciones económicas y guiado por los cambios en las funciones y responsabilidades propias de la dirección financiera de la empresa. Del originario enfoque descriptivo de la financiación de empresas se ha pasado a otro que combina el análisis riguroso con la teoría normativa; de un campo centrado en la obtención de fondos a otro que incluye la gestión de activos, la asignación del capital y la valoración de la empresa en el mercado; y de un planteamiento que enfatizaba el análisis externo de la empresa a otro que pone el acento en la toma de decisiones dentro de la misma.

Pero la complejidad del mundo económico-financiero de la empresa y el limitado e imperfecto conocimiento que de su cambiante realidad poseemos, requieren un esfuerzo de abstracción y un método de razonamiento que faciliten su aprehensión. La abstracción y simplificación mediante modelos de esa realidad son una forma de organizar nuestros limitados conocimientos y de estructurar la reflexión científica en torno a los elementos definitorios de nuestra matriz disciplinaria. Dichos modelos, inicialmente muy simplificados, irán siendo progresivamente modificados y

refinados en un intento de reproducir lo más fielmente posible la complejidad del mundo real. El análisis y la esquematización mediante este procedimiento de las decisiones financieras constituye el objeto de la teoría financiera de la empresa.

2. LA FORMACION DE LA TEORIA FINANCIERA DE LA EMPRESA

La teoría financiera, apoyada en hechos y comportamientos y sostenida por estudios y verificaciones empíricas, se ha enriquecido progresivamente. Ante la pluralidad de enfoques y puntos de vista, se hace necesario delimitar el contenido de la teoría financiera de la empresa, explicitando, desde una perspectiva de complementariedad, los diferentes pilares que han contribuido a su esclarecimiento.

Un análisis del proceso evolutivo de la teoría financiera de la empresa muestra el cambio de orientación experimentado que surge de la ramificación de la teoría de los mercados de capitales para progresivamente irse convirtiendo en una teoría más positiva e institucionalista, en cuyo seno el mercado se redefine para incluir la negociación de los contratos financieros suscritos entre los individuos y la empresa a través de la dirección de la misma: la teoría financiera de la agencia. Una evolución que ha corrido en paralelo con la seguida por la teoría de la empresa y que puede visualizarse en la figura 1.

Como puede observarse en la figura, la teoría financiera ha ido expandiéndose paulatinamente con nuevos modelos y técnicas en un intento por ofrecer una explicación adecuada a las nuevas condiciones y al nuevo modelo competitivo.

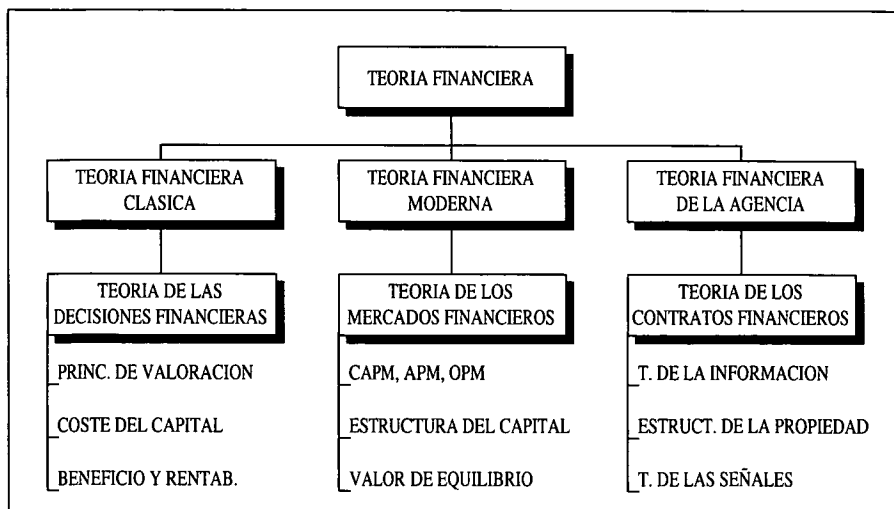


FIG. 1. Evolución de la Teoría Financiera de la Empresa.

La teoría financiera de la empresa anterior a los años cincuenta estuvo plagada de inconsistencias lógicas y tuvo un carácter marcadamente prescriptivo, esto es, orientada normativamente. Los temas de mayor atención en el campo de las finanzas eran las políticas óptimas de inversión, financiación y dividendos, pero con escasa o nula consideración de la naturaleza del equilibrio en los mercados financieros y el efecto sobre esas políticas de los incentivos individuales. El estado poco desarrollado de la teoría financiera caracterizó también a la teoría de los mercados financieros hasta las postrimerías de los años cincuenta (Jensen y Smith, 1984).

Los cambios que durante los años cincuenta tuvieron lugar en la función financiera de la empresa, trajeron consigo la aplicación de los principios y métodos analíticos de la microeconomía a la resolución de los problemas de finanzas. Así, la teoría microeconómica elabora una construcción teórica de la empresa que le permite realizar predicciones relevantes sobre el funcionamiento de los mercados y la formación de los precios¹. Asignación de recursos escasos, análisis marginal, costes de oportunidad, elasticidad o tasa de retorno son algunos de los conceptos que la teoría económica proporciona al mundo de la gestión empresarial (Cockerill y Pickering, 1985; p. 16 y ss.). Era el comienzo de una nueva etapa en la evolución del pensamiento financiero que, apoyándose en las teorías microeconómicas de la elección individual iba a servir de nexo de unión entre la teoría de los mercados financieros y la teoría financiera de la empresa. Desde entonces, la vinculación entre teoría microeconómica, teoría financiera y dirección financiera de la empresa ha sido cada vez más estrecha, hasta el punto de que, hoy en día, muchos autores consideran que la teoría financiera es la rama de la microeconomía que tiene por objeto el análisis de los procesos de colocación de recursos en el tiempo por los individuos y las empresas (Zisswiller, 1976).

En el marco normativo de la teoría financiera el análisis de los procesos de asignación de recursos en el tiempo hace referencia tanto a las decisiones financieras de la empresa como a las decisiones financieras de los inversores individuales. Empresas, inversores individuales y mercados financieros son los tres componentes en los que se abstrae y simplifica la realidad. A efectos del análisis se supone que los inversores individuales se comportan racionalmente y que su problema fundamental es distribuir en el tiempo su presupuesto inicial entre consumo e inversión. Las oportunidades de inversión y el presupuesto o riqueza inicial de los inversores —que se suponen dados— son las únicas restricciones que actúan sobre las decisiones individuales. Los mecanismos existentes para la emisión y

1 Dicha construcción se caracteriza por su elevado nivel de abstracción, la empresa es tratada como una caja negra que se define por su función de producción, trabaja en unos mercados de los que se obtienen unos *inputs* y a los que proporciona unos productos y sobre ella se postulan ciertas reglas de conducta (racionalidad, maximización del beneficio) (Salas 1984, p. 10).

negociación de títulos se engloban bajo el término «mercados financieros». En este contexto, el papel reservado a la dirección financiera de la empresa es el de actuar como intermediario entre las operaciones de la empresa —una cartera de activos reales— y los mercados de capitales en los que se negocian los títulos o activos financieros emitidos por la misma (Haley y Schall, 1979; Brealey y Myers, 1988). Es preciso reseñar la importancia que para el posterior desarrollo de la teoría financiera ha tenido el modelo de activos financieros y más recientemente la teoría de la valoración de opciones.

Las tendencias más recientes giran en torno a las aportaciones de la nueva economía institucional, en especial por lo que se refiere a la resolución de los conflictos de intereses entre los distintos agentes implicados en el valor de la empresa, así como la incidencia de la asimetría de la información entre los mismos y el impacto de la teoría de señales sobre las decisiones financieras individuales y de la empresa. En el marco conceptual de este nuevo enfoque, la estructura de capital de la empresa se contempla como un conjunto de contratos financieros, y la participación de los accionistas en la propiedad de la empresa es, como la empresa misma, una ficción legal. Bajo este planteamiento, las relaciones contractuales que se establecen entre los obligacionistas y los accionistas internos y externos a la dirección de la empresa se interpretan como relaciones de agencia y la separación entre propiedad y control como una manifestación del problema principal-agente. El análisis de los factores que determinan la forma contractual de equilibrio entre la dirección y los aportantes de fondos a la empresa sienta las bases para la construcción de una nueva teoría de la estructura de propiedad/capital de la empresa².

3. EL PROCESO DE ACUMULACION DE CONOCIMIENTOS

Los siete grandes bloques que constituyen el fundamento de la Economía Financiera de la empresa son los siguientes:

3.1. EL PRINCIPIO DE VALORACIÓN

La base del análisis es aportada por la teoría de la elección entre consumo e inversión. En este sentido, se observa como toda decisión de inversión es función del tipo de interés, el cual se presenta como un criterio

2 La teoría financiera de la agencia —y en general, la teoría de la estructura de capital— supone que la deuda y el capital propio son los únicos contratos financieros a disposición de las empresas y que en sus decisiones de endeudamiento éstas sustituyen deuda por capital propio o viceversa.

objetivo de elección fijado por el mercado. El tipo de interés es, pues, una tasa de equilibrio entre inversión productiva y asignación de recursos monetarios y además, una tasa de intercambio entre los valores monetarios futuros y presentes.

Para determinar en qué medida un proyecto de inversión contribuye a la creación de riqueza en la empresa, ésta debe valorar todos los costes y beneficios, actuales y potenciales, que supondría y combinarlos en una medida del «valor» del proyecto. La evaluación de un proyecto de inversión no depende exclusivamente de los parámetros rentabilidad y riesgo, sino que requiere también la consideración de otros factores como la interrelación entre financiación e inversión, liquidez y riesgo, así como su aportación a la diversificación, al crecimiento o a la estrategia general de la empresa.

Esta lógica conduce a establecer como criterios de rentabilidad de las inversiones al valor actual neto y a la tasa de rendimiento interno, contruidos ambos sobre un valor actual a maximizar, criterios que son aplicables a inversiones en títulos-valores. Además están concebidos, originalmente, en el entorno de mercados perfectos³ y eficientes. Este razonamiento permite extraer un principio de evaluación financiera: el valor actual de un activo, sea éste una empresa, proyecto de inversión, acción u obligación, es igual al valor actualizado de los flujos esperados de la posesión de dicho activo.

Ahora bien, el agente económico enfrentado a una situación de riesgo o incertidumbre no puede tomar decisiones respecto al reparto del consumo en el tiempo, a los equilibrios entre inversiones productivas y monetarias, y a la valoración de activos sin estimar el riesgo y disponer de una teoría de asignación de recursos en futuro incierto.

Las herramientas estadísticas proporcionan medidas de riesgo en términos de variabilidad o volatilidad de la rentabilidad: la esperanza matemática, la varianza o desviación típica o el coeficiente de variación. Estos instrumentos y medidas describen el riesgo y sus incidencias; pero no permiten, ante la falta de criterios objetivos, formular reglas de decisión.

La teoría de la utilidad intenta paliar este inconveniente al partir del supuesto de que las elecciones del agente económico se fundamentan en la utilidad del mismo, ligada de una parte a sus preferencias de consumo intertemporales y, de otra parte, al riesgo soportado sobre decisiones y consumos adoptados. La utilidad se traduce por una función que expresa una actitud hacia el riesgo —aversión, preferencia o indiferencia—. En este caso, la decisión en ambiente aleatorio se asienta sobre el criterio de la maximización de la esperanza matemática de la utilidad en vez de la esperanza matemática de la rentabilidad.

3 Caracterizados por la ausencia de impuestos y costes de transacción, idéntico coste de prestar que de endeudarse, activos divisibles e información simétrica y accesible a todos y expectativas homogéneas respecto a la rentabilidad.

Esta teoría se completa con las aportaciones de la teoría preferencia tiempo-estado, la cual plantea la existencia de múltiples estados potenciales a cada uno de los cuales es posible asociar un activo, existente en el mercado, y que tiene la propiedad de ofrecer un rendimiento específico o nulo según dicho estado se produzca o no. Las decisiones se adoptan, entonces, en función de las probabilidades de acaecimiento de cada estado posible. Este enfoque, puramente conceptual, desemboca en la metodología de valoración de activos condicionales (*Contingent Claims*).

3.2. MERCADOS EFICIENTES

Se dice que un mercado es eficiente si los precios formados en el mismo, reflejan de forma correcta —inesgada—, por completo y en todo momento toda la información disponible.

La hipótesis del mercado eficiente tiene su génesis en la teoría del recorrido aleatorio. En un mercado competitivo, el precio de un bien o servicio es tal que la oferta es igual a la demanda agregada. Este precio representa un consenso de los miembros del mercado sobre el verdadero valor del bien o servicio basado en toda la información disponible. Si el ajuste del cambio a la nueva información es instantáneo, los cambios sucesivos de precios son independientes y aleatorios.

En un mercado eficiente, los precios observados de los títulos en cualquier momento están basados en una correcta evaluación de toda la información disponible en ese momento. Semejante mercado incluye, instantáneamente, las consecuencias de los acontecimientos pasados y refleja las expectativas sobre los acontecimientos futuros. Así, el precio de un título financiero es, en todo momento, una buena estimación de su valor intrínseco. Es imposible prever las variaciones futuras de este precio, puesto que todos los acontecimientos conocidos o anticipados ya están integrados en los precios actuales (Suárez Suárez, 1986).

Cuando los mercados de capital son eficientes, entonces el valor de mercado de la empresa refleja el valor actual de los flujos de caja esperados de la empresa, incluyendo aquellos que se derivan de oportunidades de inversión futuras. Por tanto, la hipótesis de mercados eficientes tiene diversas implicaciones para la financiación empresarial. En primer lugar, no existe ambigüedad respecto a la función objetivo de la empresa: es preciso maximizar su valor actual de mercado⁴. En segundo lugar, las decisiones que incrementan los beneficios pero que no afectan a los flujos de caja representan un esfuerzo baldío. En tercer lugar, si los nuevos títulos se emiten a precios de mercado⁵, entonces el problema de la dilución de los

4 Se elimina, así, el problema de elegir entre maximizar el valor actual o el valor futuro.

5 Estos representan un juicio incesgado de los futuros pagos.

beneficios de los antiguos propietarios se elimina. En cuarto lugar, el rendimiento de los títulos aparece como una medida significativa del rendimiento de la empresa.

3.3. LA TEORÍA DE CARTERAS

La teoría de carteras aporta interesantes propuestas para esclarecer los conceptos de rentabilidad y riesgo. Desarrolla la idea de la diversificación de las inversiones en valores mobiliarios sobre la base de un principio general: una cartera de acciones puede presentar un riesgo más débil que el de cada acción tomada aisladamente, mientras que el rendimiento de esta cartera es igual a la suma ponderada de los rendimientos medios de las acciones que la componen.

Esta idea implica que es posible combinar de múltiples maneras los títulos para constituir diferentes carteras cuyos equivalentes se sitúan sobre una frontera eficiente y la elección dependerá de la función de utilidad del inversor (Markowitz, 1958).

La aplicación de la teoría de carteras a la resolución de los problemas de presupuesto del capital y al análisis del mercado de valores ha tenido importantes implicaciones para la Economía Financiera de la empresa. Así, mientras la empresa debiera evaluar sus oportunidades de inversión de la misma manera que los inversores evalúan los títulos, el valor de aquélla en el mercado no depende directamente de las preferencias de los inversores individuales. Otra importante implicación deriva del hecho de que gran parte del riesgo de los títulos puede eliminarse mediante la formación de carteras; en este sentido, parte del riesgo de la empresa no es relevante para el inversor en el capital de la misma, cuando dicho riesgo puede ser diversificado a través de la cartera de títulos poseída por éste. Por último, el coste del capital de la empresa no es sino el resultado de añadir a la tasa de interés sobre los activos sin riesgo una prima por el riesgo no diversificable de la empresa.

3.4. TEORÍA DE LA VALORACIÓN DE ACTIVOS FINANCIEROS

La lógica del análisis conduce a la elaboración del modelo de precios de equilibrio de activos financieros basado en la medida de la volatilidad (β) del título que representa una medida del riesgo relativo de una acción en relación al del mercado financiero. Sobre esta base, el modelo de equilibrio de activos financieros (*Capital Asset Pricing Model*, CAPM) vino a sugerir que el riesgo de un activo individual debe estimarse en relación a su contribución marginal al riesgo total de una cartera de activos y no sobre la base de las posibles desviaciones de su rentabilidad esperada.

El modelo de equilibrio de activos financieros, desarrollado por Sharpe, Lintner y Mossin constituye una extensión lógica del modelo media-varianza de Markowitz y Tobin, que supera la abstracción de un presupuesto de capital limitado al admitir la posibilidad de que el inversor pueda prestar o pedir prestado en el mercado a un determinado tipo de interés, y que la influencia de los tipos de interés sobre la rentabilidad de los recursos propios constituye una introducción natural a la teoría del mercado de capitales.

A partir de la lógica de que el precio del riesgo en el mercado debe reflejar las preferencias de todos los inversores y suponiendo conocidas la oferta y la demanda de todos los activos que se negocian en el mercado, el modelo permite determinar analíticamente el precio de equilibrio de los títulos en un mundo sin impuestos y horizonte temporal uniperíodo (Jensen y Smith, 1984).

La evaluación de las decisiones financieras en términos de su contribución a la rentabilidad y al riesgo global de la empresa, ha tenido importantes implicaciones para la Economía Financiera de la Empresa: 1) significó el nexo de unión de la teoría del mercado de capitales y la financiación de empresas; 2) permitió la sustitución del marco de valoración del análisis fundamental o financiero por otro de equilibrio general de mercado; 3) propició la evaluación del efecto de las decisiones financieras sobre el valor de mercado de la empresa.

Una generalización de esta propuesta se encuentra en el modelo de valoración por arbitraje (*Arbitrage Pricing Model*, APM) que postula que la rentabilidad requerida de un activo financiero con riesgo depende de numerosos factores cuyo riesgo relativo viene expresado por un conjunto de coeficientes β .

3.5. TEORÍA DE OPCIONES

El modelo de valoración de opciones desarrollado por Black y Scholes en 1973 para la evaluación de derechos financieros desde un punto de vista relativo, fue otra de las contribuciones relevantes en los años setenta a la moderna teoría financiera. En un mercado en el que se negociasen acciones y opciones sobre esas acciones, sería posible para un inversor individual alcanzar una posición sin riesgo comprando acciones y suscribiendo opciones. Si dicho mercado fuese eficiente, la rentabilidad que se obtendría en una posición tal debiera coincidir con el tipo de interés sobre los títulos libres de riesgo. En estas condiciones, la evaluación de los diferentes tipos de opciones se convierte en un problema susceptible de formulación matemática. A partir de estas nociones básicas, numerosas investigaciones se han ocupado de la valoración de títulos convertibles y *warrants* y de tratar como si fuesen opciones cuestiones tales como la estructura de capital de la

empresa y la inclinación de los prestamistas a limitar el endeudamiento o a introducir cláusulas de salvaguardia en los contratos de obligaciones de la empresa. La aplicación del modelo de valoración de opciones a la Economía Financiera ha sido creciente y fructífera en el tratamiento de algunos problemas intelectuales durante los últimos años.

Las implicaciones que del modelo de valoración de opciones se derivan para la moderna teoría financiera de la empresa pueden resumirse en las siguientes: 1) posibilita la valoración de títulos complejos y facilita, por tanto, el análisis de la estructura financiera al valorar las acciones y la deuda de la empresa como un tipo especial de opciones; 2) permite solventar algunos de los problemas que plantea la utilización del valor actual neto en la asignación del presupuesto de capital, en especial, en lo que se refiere a los factores estratégicos no considerados cuando se procede a descontar los flujos de caja esperados⁶; 3) plantea las bases para el estudio conjunto de la interrelación entre la planificación estratégica y el presupuesto de capital.

3.6. EL VALOR, LA ESTRUCTURA FINANCIERA Y EL COSTE DE CAPITAL

Paralelamente a los trabajos centrados sobre los mercados financieros y sobre la determinación del rendimiento exigido a los activos financieros, han sido numerosos los desarrollos teóricos que, asumiendo un entorno de mercado perfecto para analizar el comportamiento de los agentes económicos individuales, han concluido la independencia de las decisiones financieras de la empresa y, tras un análisis separado de éstas, la irrelevancia de las políticas de endeudamiento y de dividendos en relación con su efecto sobre el valor de la empresa en el mercado. En este punto, es obligado referirse a los trabajos seminales de Modigliani y Miller, quienes, a partir de las implicaciones del equilibrio de mercado para las políticas de endeudamiento y de dividendos, sentaron las bases para el futuro desarrollo de la moderna teoría de la Economía Financiera (Modigliani y Miller, 1958 y 1961).

Cuando la hipótesis de mercados perfectos es relajada, el análisis de las decisiones financieras gira en torno a tres consideraciones con respecto a la naturaleza e incidencia de las imperfecciones del mercado. Primero, que en mercados imperfectos las decisiones financieras pudieran influir en la evaluación de la empresa por el mercado —efecto valoración— y que,

6 Tal criterio de evaluación no permite considerar los beneficios derivados de la flexibilidad operativa que un determinado proyecto puede suponer, así como los proyectos adicionales que pueden seguir a la inversión inicial. Puesto que la flexibilidad y oportunidades de inversión pueden ser vistas como activos condicionales, para ser ejercidos sólo bajo determinadas condiciones futuras, existe la posibilidad de utilizar la teoría de valoración de opciones para obviar los problemas planteados por el valor actual neto.

como consecuencia, las empresas se marcan metas a las que, como objetivos a largo plazo, ajustarían sus decisiones financieras. Segundo, que los costes o restricciones del ajuste, en cuanto manifestación de las imperfecciones existentes en el mercado, pudieran ocasionar retardos, de suerte que las empresas no podrían ajustar completamente su actual estructura económico-financiera a la estructura normativa deseada, limitándose a mantener pautas de ajuste parcial. Y tercero, que las fricciones o imperfecciones de mercado pudieran dar lugar a interdependencias entre las decisiones de inversión, financiación y dividendos (Jalilvand y Harris, 1984, pág. 128).

En este discurrir la moderna teoría financiera de la empresa se ha visto notablemente enriquecida por diversas contribuciones analíticas, desarrolladas en su mayor parte durante los últimos años. Entre estos estudios destacan aquellos que han intentado conciliar e integrar el análisis de los procesos de asignación de recursos desde el lado de la oferta de activos financieros —decisiones financieras de la empresa— con el análisis desde el lado de la demanda —decisiones financieras individuales—. Desde una perspectiva empírica, sobresalen los estudios econométricos encaminados a señalar la incidencia de determinados factores sobre las decisiones financieras cuando, como consecuencia de las imperfecciones del mercado, el ajuste deseado se produce tan solo en forma parcial.

Tales estudios parecen confirmar la influencia que sobre las decisiones financieras ejercen una serie de variables como dimensión y estructura de los activos de la empresa, riesgo económico-financiero, crecimiento de las ventas, política de autofinanciación, etc. Igualmente, pone de manifiesto cómo las decisiones financieras de la empresa parecen ser adoptadas en función de ratios-objetivo de endeudamiento a largo plazo, si bien en el corto plazo pudieran desviarse de éstos en respuesta a consideraciones temporales y a las condiciones del mercado.

Esta investigación teórico-empírica se ha visto acompañada por un cambio metodológico en la teoría financiera que, de preocuparse por cuestiones esencialmente normativas como ¿cuáles «debieran ser» las políticas de inversión, financiación y dividendos?, ha pasado a centrar su interés en el desarrollo de teorías positivas sobre cuestiones como ¿cuáles serían los efectos de políticas de inversión, financiación y dividendos alternativas sobre el valor de la empresa?. Este cambio en el énfasis de la investigación proporcionó una base científica para la formación de una teoría positiva de las decisiones financieras de la empresa (Jensen y Smith, 1984).

3.7. TEORÍA DE LA AGENCIA

Los desarrollos presentados hasta este momento tienden a indicar que la teoría financiera tiene, esencialmente, dos soportes o dos inspiraciones de orden general: la teoría económica y los mercados financieros. En estas condiciones, la teoría financiera de la empresa no sería sino una teoría de

los mercados financieros en los cuales la empresa se percibe como un agente económico cuyas decisiones son el reflejo de comportamientos dictados y, eventualmente, sancionados por el mercado.

La literatura económica está repleta de referencias a la «teoría de la firma», aunque bajo este epígrafe subyace no una teoría de la firma sino, realmente, una teoría de los mercados en los cuales la empresa es un importante actor. En este sentido la empresa es una «caja negra» que opera con el propósito de determinar las condiciones marginales relevantes respecto a *inputs* y *outputs*, tratando de maximizar los beneficios o más exactamente el valor actual.

Sin embargo, la empresa es una forma de organización de la producción que debe ser analizada en tanto que haya consenso entre los diferentes grupos de individuos que, estimulados por sus funciones de utilidad respectivas, eligen formas de cooperación para perseguir sus objetivos, siempre bajo la consideración del entorno. Es así como surgen y se comprenden mejor las implicaciones económico-financieras del problema de la separación entre propiedad y control.

Cuando la propiedad y el control de la empresa se encuentran separados, la dirección pudiera no identificarse con los intereses de los accionistas. Al estar, ésta, más preocupada por su propia seguridad, orienta su comportamiento hacia la satisfacción de su función de utilidad y sus decisiones hacia la búsqueda de un crecimiento sostenido de la empresa que garantice su continuidad al frente de la misma. Sin embargo, la dirección de la empresa aceptará el criterio de maximizar la riqueza de los accionistas en la medida en que los sistemas de incentivos y penalización establecidos motiven un comportamiento de sus miembros que asuma como propio el interés de los accionistas.

Desde esta perspectiva, cuando la dirección no actúa de acuerdo con dicho objetivo, debiera considerarse su conducta como una restricción y determinar el coste de oportunidad asociado a la misma. Este coste debe evaluarse por comparación con los resultados que la empresa conseguiría si la dirección tuviera como argumento principal la maximización de la riqueza de los accionistas (Jensen y Meckling, 1976).

Varios problemas asociados con la falta de adecuación de la teoría actual de la empresa pueden ser contemplados como casos especiales de la teoría de la agencia y los derechos de propiedad. La especificación de los derechos individuales determina de qué forma deben ser distribuidos los costes entre los participantes en cualquier organización y puesto que la misma viene generalmente determinada a través de la contratación — implícita—, dependerá de la naturaleza de tales contratos.

Estrictamente definida, una relación de agencia es un contrato por el que una o más personas (el principal o principales) encomienda a otra persona (el agente) prestar un servicio en su nombre que requiere una cierta delegación de autoridad para la toma de decisiones. Spence y Zeckhauser

(1971) y Ross (1973) efectuaron un análisis formal de los problemas asociados a la determinación de las compensaciones del agente a fin de alinear sus incentivos con los intereses del principal. Jensen y Meckling (1976) argumentaron que los problemas de agencia que surgen de los conflictos de intereses son habituales en toda actividad cooperativa entre individuos que persiguen su propio interés.

Jensen y Meckling (1976) definen los costes de agencia como la suma de los costes de formalización y seguimiento de los contratos: costes de supervisión por parte del principal, costes de garantía o fianza por parte del agente y la pérdida residual. Al respecto, precisaron que las partes que intervienen en los contratos efectúan previsiones racionales de las actividades a realizar, estructurando los contratos con el fin de facilitar dichas actividades. Cuando los contratos se negocian, las acciones motivadas por los incentivos fijados en el proceso contractual son anticipadas y reflejadas en los precios y plazos del contrato. Por lo tanto, los costes de agencia vendrán limitados por las partes implicadas en la relación contractual.

El desarrollo de una teoría de la estructura contractual óptima de la empresa requiere la construcción de una teoría general de las organizaciones. Los pasos dados en este sentido desde la denominada nueva economía institucional están delineando un ambicioso programa de investigación orientado a conjuntar e integrar las nuevas percepciones sobre la empresa. Sin embargo, la integración de estas percepciones dentro de un modelo económico formalmente estructurado es, todavía hoy, una asignatura pendiente de la nueva teoría económica de la empresa.

3.8. HACIA UNA TEORÍA FINANCIERA DE LA AGENCIA

A medida que la empresa ha ido dejando de ser la abstracción teórica del análisis microeconómico para convertirse en una forma de organización de la producción y mecanismo de asignación de recursos alternativos al mercado, se han ido poniendo de manifiesto circunstancias como: la interrelación entre derechos de propiedad, incentivos y comportamiento económico; la existencia de costes relacionados con el modelo elegido para gobernar las transacciones y los problemas asociados a la falta de información sobre las circunstancias relevantes de futuro. Se plantean así problemas de incertidumbre, información asimétrica, incentivos y señalización que, dentro de la empresa, se traducen en contratos incompletos, problemas de agencia, comportamientos oportunistas y relaciones de autoridad⁷.

7 Véase, Azofra, V. y Miguel, A. (1990): «Nuevos enfoques en la teoría de la estructura de capital (hacia una integración de las finanzas y la microeconomía)». *Comunicación al IV Congreso de la AEDEM*, Reus, Mayo.

Pero, como antes señalábamos, la integración de todas estas percepciones dentro de la teoría de la empresa es una tarea todavía inconclusa. Los pasos más importantes dados en este sentido provienen precisamente de la extensión de la teoría de la agencia a las decisiones de financiación de la empresa: un nuevo cuerpo teórico que está cambiando la orientación metodológica de la economía financiera de la empresa, transformando a ésta en una teoría de los contratos financieros, y al que antes nos referíamos con la denominación de teoría financiera de la agencia.

Es este un nuevo enfoque o paradigma en el ámbito de las finanzas que resulta de la aplicación de la teoría contractual de la empresa a la economía financiera. En su seno, las relaciones contractuales que se establecen entre los obligacionistas y los accionistas internos y externos a la dirección de la empresa se interpretan como relaciones de agencia y la separación entre propiedad y control como una manifestación del problema principal-agente.

La incertidumbre acerca de las posibilidades de comportamiento oportunista por parte de la dirección, la «incompletitud» de los contratos financieros y la inclusión en los mismos de cláusulas de responsabilidad limitada se traducen en problemas de «observabilidad» e información asimétrica que determinan el efecto de las decisiones de endeudamiento y dividendos sobre el valor de la empresa, bien porque los sistemas de incentivos incorporados a las relaciones contractuales financieras no inducen a la dirección de la empresa a adoptar actitudes frente al riesgo similares a las de los aportantes de fondos, bien por la dificultad de transmitir al mercado, información creíble acerca de las expectativas de la empresa, información necesaria para la valoración de ésta por aquélla.

Mención especial dentro de esta literatura merecen los intentos de algunos autores por resolver en el marco de la teoría financiera de la agencia el conflicto de intereses entre los aportantes de fondos a la empresa y la dirección de la misma. Dos enfoques fundamentados en el análisis de los factores que determinan la forma de equilibrio contractual entre los accionistas internos e inversores externos a la dirección, Jensen y Meckling (1976), Grossman y Hart (1982), Jensen (1986) —el primero de ellos— y en la posibilidad de recurrir al endeudamiento cuando la información es asimétrica para señalar expectativas al mercado de capitales, Leland y Pyle (1977), Ross (1977) Myers y Majluf (1984) —el segundo—, han proporcionado dos explicaciones muy distintas para comprender el por qué las empresas recurren a la emisión de deuda, incluso cuando no existen ventajas fiscales que lo justifiquen.

Por lo que a la política de dividendos se refiere, la primera de estas explicaciones utiliza el concepto de costes de agencia para justificar la existencia de un «trade-off» óptimo entre la decisión de dividendos y la decisión de financiación. Se parte de la idea de que la distribución regular de dividendos y el consiguiente recurso al mercado facilitan la resolución del conflicto entre los intereses —a priori no coincidentes— de los apor-

tantes de fondos internos y externos a la dirección de la empresa; la política óptima de dividendos será aquella para la que los efectos positivos sobre el valor de la empresa derivados de un mayor reparto de dividendos se compensen exactamente con los efectos negativos del consiguiente mayor recurso a la financiación externa (Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984).

Los efectos información asociados a la política de dividendos se encuentran en la base de la segunda de las explicaciones propuestas. El argumento es que la política de dividendos es utilizada por los gerentes como mecanismo de señalización financiera, al objeto de que la información transmitida al mercado mediante este tipo de señales permita a los inversores diferenciar entre aquellas empresas que disponen de oportunidades rentables de inversión de aquellas que no (Ross, 1977; Bhattacharya, 1979). La asimetría y desigualdad existentes entre la información que posee la dirección y la información de que disponen los accionistas, caracterizan el problema de agencia latente tras esta sugerente respuesta a la pregunta de por qué las empresas reparten dividendos: la dirección pretende revelar al mercado la capacidad de la empresa para generar renta, así como su predisposición a maximizar la riqueza de los accionistas. Es objetable, sin embargo, el elevado coste que supondría utilizar la política de dividendos como política de señalización financiera, y máxime en el caso de que la política de distribución seguida por la empresa llevase a los obligacionistas a imponer, en sus relaciones contractuales, cláusulas restrictivas de la cuantía del dividendo con los subsiguientes y adicionales costes de agencia que ello comportaría (Kalay, 1982).

Pero, como señala Edwards (1988), estos argumentos no han cristalizado en un cálculo teórico omnicomprendivo y unificado de la forma en la que los costes de agencia y la señalización de las decisiones financieras determinan la existencia de una estructura óptima de capital o de una política óptima de dividendos. El mayor interés de esta literatura estriba, en nuestra opinión, en su rol de nexo entre la teoría financiera de la agencia y la todavía incipiente teoría contractual de la empresa.

4. CONCLUSION

Durante la pasada década, la teoría financiera de la empresa ha experimentado profundos cambios en su orientación y desarrollo. Nuevas percepciones sobre la naturaleza y límites de la empresa, su estructura de capital y la separación entre propiedad y control se encuentran en la base de una evolución que se inspira en las nuevas corrientes insitucionalistas y que progresivamente está cambiando el horizonte y metodología de las finanzas empresariales. De la mano de la teoría de la información y de la teoría contractual de la empresa el análisis de las decisiones financieras se

plantea en un mundo de información imperfecta y contratación incompleta, y las respuestas a las preguntas de por qué las empresas que emiten deuda o reparten dividendos se apoyan en argumentos relacionados con la incertidumbre, la información asimétrica, los derechos de propiedad, los incentivos y la señalización. Argumentos todos ellos que muestran la reorientación seguida por la moderna teoría financiera de la empresa que está dejando de ser una ramificación de la teoría de los mercados de capitales para, paulatinamente, irse convirtiendo en una teoría más positiva e institucionalista en cuyo seno el mercado se redefine para incluir la renegociación de los contratos financieros suscritos entre los individuos y la empresa a través de la dirección de la misma.

BIBLIOGRAFIA

- Azofra, V. y Miguel, A.: «Nuevos enfoques en la teoría de la estructura de capital (hacia una integración de las finanzas y la microeconomía)». *Comunicación al IV Congreso de la AEDEM*. Reus, 1990, mayo.
- Bhattacharya, S.: «Imperfect information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy». *Bell Journal of Economics & Management Science*, vol. 10, nº 1, Invierno, 1979, pp. 259-270.
- Brealey, R. A. y Myers, S. C.: *Fundamentos de financiación empresarial*. McGraw-Hill, Madrid, 1988.
- Cockerill, T. y Pickering, J.: *The Economic Management of the Firm*. Philip Allan Publishers, Oxford, 1985.
- Easterbrook, F. H.: «Two Agency-Cost Explanations of Dividends». *American Economic Review*, vol. 74, nº 4, septiembre, 1984, pp. 2827-2830.
- Edwards, J.: «Evolución reciente de la teoría financiera de la empresa (I)». *Revista de Economía*, nº 2144, julio, 1988, pp. 2827-2830.
- Edwards, J.: «Evolución reciente de la teoría financiera de la empresa (II)». *Revista de Economía*, nº 2145, agosto, 1988, pp. 2932-2935.
- Grossman, S. J. y Hart, O. D.: «An Analysis of the Principal-Agent Problem». *Econometrica*, nº 51, 1983, pp. 7-45.
- Haley, C. y Schall, L.: *The Theory of Financial Decision*. McGraw-Hill Book Company, New York, 1979.
- Jalilvand, A. y Harris, R.: «Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study». *Journal of Finance*, vol. 39, nº 1, marzo, 1984, pp. 127-145.
- Jensen, M. C. y Meckling, W. H.: «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure». *Journal of Financial Economics*, vol. 3, octubre, 1976, pp. 305-360.
- Jensen, M. C.: «Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers». *American Economic Review*, vol. 76, nº 2, mayo, pp. 323-329.
- Jensen, M. C. y Smith, C. W.: «The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview». 1984. En: Jensen, M. C. y Smith, C. W.: *The Modern Theory of Corporate Finance*. McGraw-Hill, USA. 1984. pp. 2-20.
- Kalay, A.: «Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraints». *Journal of Financial Economics*, vol. 10, nº 2, julio, 1982, pp. 211-233.
- Leland, H. E. y Pyle, D. H.: «Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation». *Journal of Finance*, vol. 32, nº 2, mayo, 1977, pp. 371-387.

- Markowitz, H.: *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*. John Wiley, Nueva York, 1958.
- Miller, M. H. y Modigliani, F.: «Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares». *Journal of Business*, vol. 34, n° 4, octubre, 1961, pp. 411-433.
- Modigliani, F. y Miller, M. H.: «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment». *American Economic Review*, vol. 68, n° 3, junio 1958, pp. 261-297.
- Myers, S. y Majluf, N.: «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have». *Journal of Financial Economics*, junio, 1984, pp. 187-221.
- Ross, S. A.: «The Economic Theory of Agency: The Principal's Problems». *American Economic Review*, vol. 63, n° 2, mayo 1973, pp. 134-139.
- Ross, S. A.: «The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach». *Bell Journal of Economics*, vol. 8, pp. 23-40.
- Rozeff, M.: «Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios». *Journal of Financial Research*, vol. 5, 1982, pp. 249-259.
- Salas Fumas, V.: «Economía teórica de la empresa». *ICE*, julio, 1984, pp. 9-22.
- Spence, A. M. y Zeckhauser, R. J.: «Insurance, Information and Individual Action». *American Economic Review*, vol. 61, n° 2, mayo, 1971, pp. 380-387.
- Suárez Suárez, A. S.: *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*. Pirámide, Madrid, 1986.
- Zisswiller, R.: *Micro-économie et analyse financières*. Dalloz Gestion, Finances, Paris, 1976.