

V. AZOFRA PALENZUELA

Acercas de una nota crítica sobre la investigación actual en finanzas

SUMARIO: 1. Algo más que dardos en la palabras. 2. Corrientes, flujos e influjos de la investigación en finanzas. 3. Hablaré puñales, pero no los usaré. 4. El Valor Actual Neto de la investigación actual en finanzas. 5. Una última palabra.

Referencias bibliográficas

La ciencia es una estrategia, es una forma de atar la verdad, que es algo más que materia porque el misterio se oculta detrás.

L. E. AUTE

Si reflexionar sobre el estado de la investigación en el área de conocimiento a cuya comunidad científica uno pertenece es siempre un desafío intelectual, en esta ocasión lo es mucho más. Y ello, tanto por la referencia bibliográfica que me inspira —una nota crítica sobre la actual investigación en finanzas— como por el talento y el talante del que su autor, el profesor Gómez-Bezares, acostumbra a hacer gala.

Vayan entonces por delante mi más sincero reconocimiento y profunda admiración por Fernando Gómez-Bezares como investigador y como persona, por su riguroso quehacer a lo largo de su dilatada trayectoria académica y por esa actitud abierta, valiente y crítica con la que trata de encontrar la verdad. Sólo alguien así puede «*atreverse*» a socavar los cimientos sobre los que se asienta la síntesis neoclásica de las finanzas. Y digo esto porque, en mi opinión, los dardos en las palabras más certeramente lanzados por nuestro colega desde esta tribuna alcanzan la diana de esa corriente de la investigación actual en finanzas que, en su día, se denominó *moderna economía financiera* o *visión moderna de las finanzas*.

Con ánimo pues de participar en este foro de opinión improvisado por Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa (CEDE) —a cuyo director quiero agradecer su amable invitación a escribir estas líneas— me *atrevo* también a exponer mi punto de vista sobre la investigación actual en finanzas. A tal fin, mi reflexión se estructura a través del siguiente hilo conductor. Primeramente, trataré de desmenuzar la pieza de autos que nos ocupa, para inme-

diatamente someter a una rueda de reconocimiento a la parte acusada de «falta de creatividad teórica, excesiva sofisticación estadística y matemática, en general, y dudosa relevancia de muchos de sus resultados». A renglón seguido, me referiré a la dicotomía existente entre finanzas de mercado y finanzas corporativas, al influjo del paradigma de los 70 sobre esta dicotomía y a la intrusión en las finanzas de la metodología de la teoría económica convencional a través de la denominada síntesis neoclásica. A continuación, haré balance de los flujos de conocimiento generados por la investigación en finanzas desde mediados de los años 70 para, finalmente, recoger el guante arrojado por Gómez-Bezares e intentar estimar o, al menos, aproximar el Valor Actual Neto de la inversión efectuada en investigación financiera durante los últimos veinticinco años, ampliado, eso sí, por el valor de las opciones reales que el paradigma de la agencia trajo consigo. Como cierre, elevaré a definitivas mis conclusiones y expondré mi punto de vista sobre los derroteros futuros de la investigación en finanzas.

1. Algo más que dardos en las palabras

Creo no estar introduciendo *juicio de valor* alguno si resumo la nota crítica del profesor Gómez-Bezares, diciendo que, tras constatar un relativo estancamiento de las finanzas durante el último cuarto del siglo pasado, en comparación con el espectacular desarrollo experimentado por la disciplina durante los veinticinco años anteriores, el autor nos plantea con rigor no exento de desenfado sus dudas sobre algunas de las creencias compartidas o verdades aceptadas como *académicamente correctas* en determinados círculos de la comunidad científica; sobre la relevancia —como decimos los financistas— de los problemas y cuestiones objeto de nuestra investigación; sobre la metodología de la investigación empírica al uso, y sobre nuestra responsabilidad como universitarios en la perpetuación del *status quo* a la hora de cooptar y formar a las nuevas generaciones de investigadores, colaborando así a su encasillamiento dentro de la línea oficial aún a costa de inhibir sus habilidades creativas e innovadoras.

Con este telón de fondo, sus dardos en las palabras devienen en una mordaz crítica a la actual investigación en finanzas que, a mi entender, se centra en tres de sus rasgos más idiosincrásicos:

1. La *americanización* de las finanzas o aceptación acrítica del modelo de investigación anglosajón, caracterizado por:

- Formalización matemática de las teorías.
- Obsesión por testar las teorías.
- Preponderancia de lo empírico.
- Dependencia de los datos.
- Sofisticación estadística y econométrica.
- Lenguaje poco comprensible y ... en inglés.

2. La metodología de la investigación empírica que adolece de carencias, limitaciones y riesgos por mor de:

- La disponibilidad y calidad de la información.
- La medida de las variables (ausencia de datos y variables *proxy*).
- El *mineo* de los datos o *cocina* del análisis.
- Falta de potencia de las pruebas estadísticas y variabilidad de los estimadores.
- Tendencia a aceptar la hipótesis nula.
- Obtención de resultados espúreos.
- Interpretación errónea de los resultados.

3. La estrategia de investigación y difusión de los resultados seguida por la comunidad científica que *atrincherada* en torno al *cinturón de protección* de la disciplina, pudiera estar olvidándose de que el método científico presupone una concepción realista del mundo. Un olvido que estaría afectando muy negativamente a la investigación actual en finanzas, en términos de:

- Alejamiento de los problemas reales y no relevancia de las cuestiones objeto de la investigación.
- Falta de aplicabilidad y utilidad de los resultados de la investigación.
- Encauzamiento de la investigación a través de las prioridades establecidas en las convocatorias de concesión de ayudas a la financiación de proyectos y a través de los criterios de valoración y control de la publicación, difusión e impacto de los resultados de la investigación.

Como agudo colofón a esta puesta en tela de juicio de la investigación actual en finanzas, nuestro colega recurre al ingenio y brillantez que le son propios para proponernos un aparentemente sencillo problema de valoración: ¿Cuál es el Valor Actual Neto (VAN) de tantos esfuerzos en medios materiales y humanos dedicados a la investigación en finanzas durante los últimos veinticinco años?

Aunque el profesor Gómez-Bezares no nos dice expresamente si su valoración de la investigación realizada durante los últimos veinticinco años se traduce en un VAN negativo, la amena e irónica descripción que nos hace de los flujos de conocimiento generados por dicha investigación le lleva a sospechar que «su resultado no sería brillante». La cuestión estriba, entonces, en analizar las razones que llevan a un investigador tan cualificado como el autor a mantener esta sospecha.

Esclarecedora a este respecto resulta la introducción de su nota crítica. Como párrafos más significativos me permito traer aquí a colación los siguientes: «La Teoría Financiera ha experimentado, a lo largo del siglo xx, un importante desarrollo ...La primera mitad de esa centuria estuvo dominada por la denominada *visión tradicional de las finanzas* ...Pero fue a partir de 1950 cuando se desarrolla el *enfoque moderno de las finanzas* ...Durante veinticinco años se suceden aportaciones de enorme importancia ...a mediados de los 70 las finanzas habían llegado a un paradigma ...pero entiendo que esta-

mos lejos de poder afirmar que está apareciendo o va a aparecer en un futuro próximo un nuevo paradigma que pueda desbancar al que he denominado *paradigma de los 70* ...mi impresión es que el paradigma de los 70 ha evolucionado poco en estos últimos veinticinco años ...Puede ocurrir que el gran avance que se dio entre 1950 y mediados de los 70 no vuelva a repetirse hasta dentro de bastantes años ...».

Párrafos que una vez concatenados, como si de una corriente de flujos de tesorería se tratase, dejan bien a las claras el punto de vista del autor sobre el nacimiento, desarrollo y posterior estancamiento relativo de las finanzas y, sobre todo, las razones por las que sospecha que «si aplicáramos la regla del Valor Actualizado Neto a la inversión realizada en investigación financiera, su resultado no sería demasiado brillante». En esencia: El paradigma de los 70 ha evolucionado poco durante los últimos veinticinco años, a la par que «estamos lejos de poder afirmar que está apareciendo o va a aparecer en un futuro próximo un nuevo paradigma» que sustituya al de los 70.

Sobre esta base argumental, el profesor Gómez-Bezares construye una ácida y divertida crítica a los flujos de conocimiento generados por la actual investigación en finanzas, centrada, como antes precisaba, en la aceptación acrítica del modelo de investigación anglosajón —la *americanización* de las finanzas—, la metodología de la investigación empírica y los procedimientos establecidos para moldear la investigación en torno a la que llama *línea oficial* en las finanzas actuales. A modo de conclusión, resume su valoración negativa con lacerantes dardos en las palabras: «falta de creatividad teórica, excesiva sofisticación estadística y matemática en general, y dudosa relevancia de muchos de sus resultados». Desde luego, razones más que sobradas para sospechar que si aplicásemos la regla del VAN, el resultado no sólo no sería demasiado brillante, sino más bien decepcionante.

Por si esto fuera poco, el autor llama nuestra atención sobre la falta de discusión crítica —razón última de su nota— y deja caer el guante de manera tan elegante como provocadora, diciendo: «Lo curioso ...es que sobre estos temas es verdad que se habla, pero rara vez ante un público amplio y casi nunca por escrito». Ante esta provocación intelectual un amante de las finanzas sólo tiene una opción: recoger el guante y defender «*por escrito*» el valor actual neto de la inversión realizada en investigación financiera desde mediados de los 70.

Pero antes de discrepar sobre este aspecto de la cuestión quiero dejar constancia de que, aunque no sea lugar común entre los investigadores financieros, coincido con el profesor Gómez-Bezares en su apreciación de que el nacimiento de la economía financiera se produjo en los albores del pasado siglo¹ y coincido también en no menospreciar el impulso que el llamado *pensamiento tradicional* supuso para la consolidación de las finanzas como disci-

¹ Sin ser una creencia generalizada, no son pocos los autores que opinan que el nacimiento de las finanzas se produjo con la publicación del trabajo de Markowitz (1952) sobre selección de carteras en el *Journal of Finance*, cuyo primer número curiosamente había visto la luz en 1946. Véase, por ejemplo, Brennan (1995) o Zingales (2000).

plina autónoma de la economía². Tampoco pongo en duda que fue a partir de los años 50 cuando comenzó a fraguarse la denominada *moderna economía financiera* o *enfoque moderno de las finanzas*, ni que el calibre de las aportaciones que durante los siguientes veinticinco años se fueron sucediendo, propiciarán que a mediados de los años 70 las finanzas contasen ya con un paradigma.

Disiento sin embargo de su percepción y valoración de la evolución seguida por las finanzas durante los veinticinco últimos años. A este respecto mi discrepancia es radical pero no con cuanto dice críticamente y «*por escrito*» del paradigma de los 70, sino con cuanto no percibe u omite del vuelco experimentado por las finanzas desde su neoclásica orientación a los mercados financieros hasta su más reciente preocupación por las finanzas corporativas o, como algunos preferimos decir, las finanzas organizacionales. Desde mi punto de vista, este cambio de rumbo se produjo justamente a mediados de los años 70 coincidiendo en el tiempo con la publicación en el *Journal of Financial Economics* del trabajo de Jensen y Meckling (1976): *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure*. La brecha conceptual y metodológica que este trabajo abrió en el seno del paradigma de los 70 fue tan importante que, casi treinta años después, no puedo estar de acuerdo con la aseveración de que «estamos lejos de poder afirmar que está apareciendo o va a aparecer en un futuro próximo un nuevo paradigma ...» Por el contrario, sostengo que las aportaciones más relevantes de la investigación realizada a lo largo de los veinticinco últimos años del siglo pasado se inscriben en el ámbito del paradigma de la agencia y que, de la mano de éste, las finanzas organizacionales vivieron su edad de oro durante la década de los 80.

2. Corrientes, flujos e influjos de la investigación en finanzas.

La dicotomía entre finanzas de mercado y finanzas de las organizaciones ha estado siempre presente en el desarrollo de la economía financiera. Rememorando los primeros pasos de su andadura como disciplina académica en Estados Unidos, Merton Miller (2000) atribuye la tensión que siempre existió entre ambas ramas de las finanzas a los diferentes enfoques seguidos por una

² En la segunda edición de su conocido manual *Financial Management and Policy*, aparecida hace más de treinta años, Van Horne (1977) analizaba el curso expansivo seguido por las finanzas como disciplina académica en Estados Unidos e identificaba las principales etapas en la evolución de la investigación. En su opinión, las finanzas habían nacido como disciplina autónoma de la economía a comienzos del pasado siglo, pudiendo distinguirse una serie de etapas en el discurrir de la investigación a lo largo de las primeras décadas del siglo XX que culminarían a principios de los años cincuenta con la consagración del enfoque tradicional. La década siguiente vendría marcada por la ampliación del marco de análisis de las finanzas que, a partir de entonces, iban a volcar su atención sobre los métodos de valoración y selección de inversiones y las relaciones existentes entre la gestión financiera y la valoración de activos, dos campos de las finanzas que hasta ese momento habían evolucionado por separado.

y otra, a los que denomina: El enfoque micronormativo de las Escuelas de Negocios y el enfoque macronormativo de los Departamentos de Economía. Miller subraya las diferencias metodológicas existentes entre estos dos enfoques precisando que mientras que el enfoque de las Escuelas de Negocios centraba su interés en prescribir cuál debiera ser el comportamiento de un tomador de decisiones, fuese éste un inversor individual o un gerente empresarial, que trata de maximizar una función objetivo representativa de la utilidad, del rendimiento esperado o del valor para el accionista, suponiendo dados los precios; los modelos de los Departamentos de Economía asumían un mundo de microoptimizadores y derivaban cómo debieran evolucionar los precios del mercado, suponiendo dados los microoptimizadores. Ambos enfoques, también en la opinión de Miller, comenzaron a interactuar a partir de los años 50 dando lugar al *big bang* de las finanzas modernas que tuvo su primera gran manifestación en 1952 con la publicación en el Journal of Finance del artículo de Harry M. Markowitz «Portfolio Selection».

A partir de ese momento, la interacción entre las finanzas de mercado y las finanzas corporativas devino en la denominada síntesis neoclásica de ambos enfoques metodológicos. El desarrollo de una formulación más explícita de la relación entre los mecanismos de valoración del mercado y las decisiones individuales de cartera en incertidumbre, junto a la idea de que las empresas debieran evaluar sus oportunidades de inversión de la misma manera que los inversores valoran los activos financieros, facilitaron la integración de los enfoques micronormativo y macronormativo de las finanzas.

Alrededor de esta corriente de análisis y de la mano de una pléyade de economistas financieros, muchos de ellos galardonados luego con el Nobel de Economía (Markowitz, Tobin, Sharpe, Modigliani, Miller, Merton, Scholes ...), durante el tercer cuarto del siglo XX se sucedieron algunas de las más brillantes aportaciones a las finanzas (Teoría de Carteras; Hipótesis de eficiencia; Modelos de equilibrio de activos financieros; Propositiones de MM; Teoría de la valoración de opciones ...). Como resultado de tan importante esfuerzo investigador, a mediados de los años 70 el paradigma neoclásico se había adueñado del núcleo duro de la moderna economía financiera.

Por su crucial influjo sobre este proceso de síntesis neoclásica, el trabajo seminal de Modigliani y Miller (1958): *The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment*, merece una mención especial. Es bien sabido que fueron estos autores quienes, por primera vez, tuvieron en cuenta la naturaleza del equilibrio en los mercados de capitales a la hora de plantear y resolver los problemas de las finanzas corporativas. Sus proposiciones sobre la irrelevancia de la estructura de capital pueden interpretarse como una proyección de los teoremas de la separación o independencia de las decisiones individuales de consumo e inversión (Fisher) y de inversión y financiación (Tobin) al ámbito de la empresa. En este sentido, los propios Modigliani y Miller reconocieron que su investigación constituía una extensión de la teoría neoclásica de los mercados de capitales inspirada en Irving Fisher. De hecho, el esquema de análisis adoptado por Modigliani y Miller, basado en el equilibrio parcial y el arbitraje, fue el trampolín del salto metodológico dado por la investigación en finanzas desde su tradicional enfoque descriptivo o normati-

vo a otro de marcado carácter positivo. Como perspicazmente señala Charreaux (1993), comenzaba así la intrusión de la metodología económica neoclásica en el área de la financiación de empresas. Desde entonces, remacha Ross (1988), los economistas ven las finanzas empresariales a través de los ojos de Modigliani y Miller³.

En referencia a este esquema de análisis indica el profesor Gómez-Bezares: «Se parte de que la empresa debe maximizar su valor en el mercado, y esto debe guiar las finanzas corporativas; a partir de aquí se estudia cómo las diferentes decisiones de inversión y financiación afectan al valor y, en consecuencia, cuáles son más interesantes». Paradójicamente, sin embargo, cuando describe la estructura del que denomina paradigma de los 70, parece dejar fuera del mismo mucha de la investigación en finanzas empresariales desarrollada entre finales de los 50 y mediados de los 70. Expresamente señala que en esos años la estructura del paradigma «estaba básicamente construida y los investigadores aceptaban la verdad de su sistema, donde los pilares fundamentales eran la eficiencia de los mercados y los modelos de valoración (CAPM, APT, OPM ...), junto con una aceptación del método de trabajo para seguir avanzando, consistente en crear modelos y contrastarlos estadísticamente en los mercados».

Bien es verdad que en el párrafo anterior al que acabo de transcribir, el autor incluye entre los autores y las aportaciones más relevantes en el desarrollo del *enfoque moderno de las finanzas* a «Modigliani, Miller, Jensen, Fama...» y a sus contribuciones relacionadas con «el estudio sobre la composición del pasivo y sobre la política de dividendos... la teoría de agencia y el estudio sobre los problemas de la información asimétrica». No parece, pues, que nuestro colega esté vinculando el paradigma de los 70 exclusivamente a las finanzas de mercado. Pero sí me atrevo a sostener que la parte acusada en su *nota crítica* de «falta de creatividad teórica... y dudosa relevancia de muchos de sus resultados» no es toda la investigación que se hace hoy en finanzas sino una sola de sus corrientes, la que siguiendo la hoja de ruta de la teoría económica neoclásica fluye por los cauces de la valoración de activos y los mercados financieros: Las finanzas de mercado. Si así fuese, me apresuro a decir que, matizadamente, comparto la mayor parte de los comentarios críticos que nuestro colega dedica a la investigación actual en materia de valoración de activos y mercados financieros.

En lo que sigue intentaré separar a esas *dos hermanas siamesas* a las que, aunque no sin cierto maniqueísmo, seguimos yuxtaponiendo: finanzas corporativas y finanzas de mercado. A tal fin nos vendrá como anillo al dedo echar un vistazo a la reciente edición, a cargo de Constantinides, Harris y Stulz (2004), del *Handbook of the Economics of Finance* (Vols. 1A y 1B). Dos volúmenes cuyos respectivos encabezamientos disipan toda duda acerca de la dicotomía que nos ocupa: Vol. 1A: *Corporate Finance* y Vol. 1B: *Financial Market and Asset Pricing*.

³ Al decir de Ross (1988), la teoría de MM supuso una modificación radical del papel del análisis económico en el estudio de la estructura de capital y un cambio fundamental en la orientación de la financiación de empresas al transformar su tradicional enfoque institucional en otro puramente económico.

Uno y otro volumen nos ofrecen sendas compilaciones de los trabajos *encargados* a varios de los más prestigiosos académicos con la finalidad de presentar el estado actual de la investigación en ambas ramas de las finanzas. Así, dentro del Vol. 1A: Corporate Finance se incluyen como *topics* principales los siguientes: Gobierno corporativo y control; Agencia, información e inversión empresarial; Política de inversión en la empresa; Políticas de financiación; Banca de inversión y emisión de títulos; Innovación financiera; Política de dividendos; Intermediación financiera, y Microestructura del mercado.

A su vez, en el Vol. 1B tienen cabida los *topics* de investigación siguientes: Arbitraje, precios-estado y teoría de carteras; Teoría de la valoración intertemporal de activos; Test de los modelos multifactoriales de valoración, volatilidad y rendimiento de carteras; Valoración de activos sobre la base del consumo; La prima por riesgo en retrospectiva; Anomalías y eficiencia del mercado; ¿Los activos financieros son valorados en términos globales o domésticos?; Microestructura y valoración de activos; Un *survey* de las finanzas behavioristas; Finanzas, optimización y el irreductible componente irracional del comportamiento humano; Derivados, y Valoración de la renta fija.

Por sí sola, esta presentación del estado actual de la investigación en dos tomos separados resulta, a mi modo de ver, suficientemente elocuente de que en los albores del siglo XXI pervive la dicotomía entre finanzas corporativas y finanzas de mercado o, como era más del gusto de Miller, la tensión entre los enfoques micronormativo y macronormativo de las finanzas. Tal percepción no es, sin embargo, más que un pálido reflejo de la evolución seguida por la economía financiera desde mediados de los años 70.

Como antes comentábamos, la interacción de los enfoques micronormativo y macronormativo originó el nacimiento de la moderna economía financiera cuyo curso expansivo durante los veinticinco años siguientes cristalizó en la síntesis neoclásica de las finanzas corporativas y de las finanzas de mercado, al socaire de la intrusión de la metodología económica neoclásica en el campo de la financiación de empresas⁴. De esta guisa, los modelos de valoración de activos financieros comenzaron a aplicarse a la valoración de proyectos de inversión, a la resolución de los puzzles de la estructura de capital y de los dividendos y, a la postre, a la consideración de la empresa como una cartera de inversiones y de opciones reales: El modelo de cartera de proyectos⁵.

⁴ El influjo de la teoría económica sobre las finanzas se percibe con nitidez cuando se comparan los primeros manuales de la disciplina, por ejemplo el de Graham y Dodd (1934) o el de Williams (1938), con dos de los textos de los años 70 más representativos del cambio paradigmático introducido por la *moderna economía financiera*, como son, a mi juicio, los de Fama y Miller (1972) y Haley y Schall (1979).

⁵ No deja de ser curioso que entre los contenidos de la materia troncal denominada *Dirección Financiera* en las directrices de los actuales planes de estudio conducentes al título de licenciado en Administración y Dirección de Empresas, figure como tal *el modelo de cartera de proyectos*. Máxime si se tiene en cuenta que es una denominación de origen francés -y no anglosajón- que subraya lingüísticamente las similitudes existentes entre la gestión de una cartera de títulos y la gestión de la cartera de proyectos de inversión cuando dentro de ésta se incluyen tanto los *assets in place* como las *oportunidades futuras de inversión* que la empresa haya podido generar.

La excesiva abstracción de la realidad empresarial que esta modelización entraña y su articulación en torno al mercado de capitales como marco de valoración de la empresa, propició que la moderna economía financiera —el paradigma de los 70— acabase convirtiéndose en una teoría de los mercados financieros⁶ a través de los cuales la empresa transforma el dinero de hoy en dinero de mañana. Aceptado este nivel de abstracción, la única función que a la dirección financiera se le reserva es la de mediar entre el mercado de capitales y las operaciones de la empresa.

Difícilmente, pues, las predicciones de una teoría de estas características podían ser acordes con el comportamiento de las empresas observado en el mundo real. Como consecuencia, pronto comenzaría a cuajar la idea de que para resolver los problemas de las finanzas corporativas era necesario contar con una auténtica teoría de la empresa, una teoría en la que la empresa dejase de ser esa *sombra misteriosa* que actúa en los mercados (financieros), normativamente considerada irrelevante para el análisis (Hahn, 1981) y conscientemente ignorada por los *guardianes oficiales* de la ortodoxia neoclásica.

No sería, sin embargo, hasta mediados de los años 70 cuando el paradigma vigente comenzase a verse desplazado de las finanzas corporativas, a raíz del empuje que el artículo de Jensen y Meckling (1976) antes mencionado supuso para la irrupción en escena del paradigma de la agencia. Las claves más importantes para entender el carácter innovador y rupturista de esta contribución con respecto al paradigma neoclásico, se encuentran en su marco conceptual y metodológico, a saber:

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

⁶ De la misma manera que la teoría de la firma o teoría económica de la empresa nunca fue más que una teoría de los mercados de factores y productos, la moderna economía financiera o teoría financiera de la empresa en su acepción neoclásica no es, en realidad, más que una teoría de los mercados financieros (Azofra, 1994).

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

De aquí que casi treinta años después de que el artículo de Jensen y Meckling viese la luz, no sea arriesgado afirmar que el recorrido seguido por las finanzas ha situado a la disciplina ante una encrucijada de caminos. A un lado, se halla el paradigma de corte neoclásico, durante muchos años dominante, basado en la racionalidad y la optimización del comportamiento de los agentes, y apoyado en el argumento del arbitraje y el análisis marginalista. Al otro, el paradigma contractual de corte institucionalista que, en clara ruptura con la ortodoxia neoclásica, proporciona respuestas de distinta naturaleza argumental a los viejos y nuevos problemas de las finanzas (Azofra y Fernández, 1999).

3. Hablaré puñales, pero no los usaré

Disiento, pues, de la opinión del profesor Gómez-Bezares de que «estamos lejos de poder afirmar que está apareciendo o va a aparecer en un futuro próximo un nuevo paradigma». A mi juicio hace tiempo que estamos ante dos formas diferentes, aunque no necesariamente excluyentes, de entender la fenomenología de la empresa y, por ende, las finanzas empresariales. Suscribo en cambio el punto de vista expuesto por Michael Jensen (1993) en su alocución presidencial a la Asociación Americana de Finanzas al decir que la teoría de la agencia 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.

La idea de que la teoría, la investigación empírica, las aplicaciones prácticas y las recomendaciones normativas en materia de finanzas están absolutamente condicionadas por el modelo de empresa subyacente a nuestro esquema de análisis, es hoy generalmente aceptada. En este sentido se pronuncia Zingales (2000) cuando subraya que la interacción de los problemas de las finanzas corporativas con la naturaleza de la empresa se ha hecho tan estrecha que no parece posible que la investigación en finanzas organizacionales pueda seguir avanzando mientras no resolvamos previamente los problemas fundamentales de la teoría de la empresa. Profundizando en esta idea, Zingales analiza la evolución seguida por las finanzas corporativas a lo largo del pasa-

do siglo constatando que de ser, a principios de los años 60, poco más que una colección de recetas, han pasado a convertirse en una auténtica disciplina académica que se practica tanto en las Escuelas de Negocios como en los Departamentos de Economía, y a influir en el desarrollo de otras ramas de las ciencias económicas y empresariales como la organización industrial, la política monetaria y la valoración de activos. Añade Zingales que la calidad y el impacto de las contribuciones realizadas al desarrollo de las finanzas corporativas durante los cuarenta últimos años, principalmente desde finales de los 70 hasta finales de los 80, avalan la creencia generalizada de que las finanzas empresariales vivieron su *edad de oro* durante la década de los 80.

En apoyo de sus percepciones Zingales trae a colación los dos *surveys*, a su juicio más relevantes, sobre el estado actual de la investigación en las principales áreas de las finanzas corporativas: el de Harris y Raviv (1991) sobre la estructura de capital y el de Shleifer y Vishny (1997) sobre gobierno de la empresa⁷. Ambas contribuciones, según este autor, coinciden en el tiempo con un periodo de intensa investigación en el campo de las finanzas corporativas y, en cierta manera, lo cierran. No niega la importancia de otras investigaciones posteriores pero entiende que son de carácter fundamentalmente empírico y que, en todo caso, no cuestionan el marco conceptual subyacente al análisis de Harris y Raviv.

Mi percepción de los flujos de conocimiento generados por la investigación en finanzas corporativas durante los últimos cuarenta años coincide básicamente con la de Zingales, salvo en lo que concierne a los flujos de conocimiento más recientes en el tiempo. A mi juicio, Zingales no concede suficiente importancia a la amplia amalgama de corrientes de investigación que ha germinado en esa fusión de las finanzas con el análisis económico del derecho a la que, a menudo, nos referimos con el término *Law and Finance*, y que constituye la última singladura de las finanzas más allá de sus fronteras tradicionales en pos de aprehender el influjo sobre la empresa y los contratos financieros del marco legal e institucional⁸ de la actividad económico-financiera.

Cita obligada en el desarrollo de esta corriente de investigación es el trabajo de La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (1998), publicado en el *Journal of Political Economy*, con el explícito título de *Law and Finance*. Este trabajo insufló a las finanzas corporativas una bocanada de aire fresco gracias a la cual la investigación en finanzas iba a romper sus moldes tradicionales dando entrada en el análisis a distintos aspectos legales, institucionales y políticos, no suficientemente tenidos en cuenta o simplemente ignorados a la hora

⁷ Estructura de capital, gobierno corporativo y valoración son para Zingales (2000) las tres áreas principales de las finanzas corporativas. Una perspectiva convergente con la de Jensen (1993) que, desde la teoría positiva de la agencia, considera que las tres cuestiones clave en el dominio de las organizaciones son: finanzas, gobierno y organización.

⁸ El enfoque *Law and Finance* se basa en la idea de que la medida en la que las leyes protegen los derechos de los inversores y el grado de cumplimiento efectivo de las mismas, son los determinantes principales del modo en el que los problemas de las finanzas y del gobierno de las corporaciones se plantean en cada país.

de explicar la estructura de los sistemas financieros nacionales y la estructura de propiedad de las empresas, así como sus implicaciones para la resolución de los problemas de financiación y gobierno corporativo. Los flujos de conocimiento generados por esta corriente de la investigación han mejorado de manera apreciable nuestra comprensión de la importancia de los orígenes legales en la tutela y protección efectiva de los derechos de los inversores y su influencia en el desarrollo y en la orientación de los sistemas financieros, en el grado de concentración de la propiedad de la empresa, en la naturaleza de los problemas de agencia subsiguientes, en los mecanismos de control que regulan el funcionamiento eficiente de las corporaciones, y en sus consecuencias para la creación de valor y distribución del excedente organizacional⁹.

Las diferencias observadas en los marcos legales e institucionales de una significativa muestra de países con distinta tradición legal, han inspirado una copiosa investigación empírica encaminada a comparar las estructuras de propiedad, los sistemas de gobierno, las políticas de inversión, financiación y dividendos, y muchas de las prácticas organizativas, financieras y contables seguidas por las empresas *alrededor del mundo* (around the world)¹⁰. La evidencia empírica obtenida muestra las limitaciones del esquema de análisis neoclásico para resolver los puzzles de las finanzas corporativas, refuerza la capacidad explicativa de los argumentos procedentes de la teoría positiva de la agencia, y desvela la importancia de la tradición legal como factor determinante tanto de la orientación de los sistemas financieros, hacia la banca en los países del *civil law* o hacia los mercados en los países del *common law*, como de los distintos problemas de agencia que tienen que resolver los también diferentes sistemas de gobierno de las empresas de uno u otro entorno legal e institucional.

El caudal de conocimientos procedente del enfoque *Law and Finance* se ha visto acrecentado, además, por las nuevas percepciones sobre el gobierno de la empresa y, en particular, sobre su estructura de propiedad y control, los sistemas de incentivos a la dirección, las tomas de control, los consejos de administración, la actividad de los inversores institucionales, la competencia en los mercados o la arquitectura organizativa, en cuanto instituciones o mecanismos que condicionan los procesos de creación y distribución de valor en la empresa. Tales percepciones son el resultado del esfuerzo investigador realizado durante los últimos veinte años en torno a la resolución del problema de elección colectiva que se plantea en las organizaciones cuando los intereses de los distintos partícipes (*stakeholders*) entran en conflicto.

⁹ Entre las contribuciones a las finanzas corporativas procedentes del enfoque *Law and Finance*, se encuentran algunos de los trabajos más citados en la literatura reciente. Sin ánimo de ser exhaustivos merecen referencia expresa las contribuciones de La Porta; López de Silanes, Shleifer y Vishny (1998); Johnson, La Porta, López de Silanes y Shleifer (2000); La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (2002); Djankow, La Porta, López de Silanes y Shleifer (2003), Morck, Shleifer y Vishny (2003); La Porta, López de Silanes, Pop-Eleches y Shleifer (2004).

¹⁰ El análisis comparado de las prácticas organizativas, financieras y contables seguidas por las empresas «*alrededor del mundo*» ha alentado un sinfín de investigaciones, entre las que destacan las realizadas por La Porta, López de Silanes, Shleifer y Vishny (2000); Gul (2001); Khanna, Kogan y Palepu (2002), Claessens y Klapper (2003).

En un reciente *survey* de esta literatura, Denis y McConnell (2003) distinguen dos generaciones de investigación. Identifican la primera con la que siguiendo el modelo de investigación realizada en Estados Unidos comenzó a interesarse por los sistemas de gobierno vigente en otros países, principalmente en Alemania, Japón y Reino Unido, y sobre todo por la composición de los consejos de administración, la estructura de propiedad y los mercados de control corporativo, así como por su influencia sobre el valor de la empresa u otra medida de su *performance* y sus consecuencias para las decisiones de inversión y sustitución de directivos. La segunda generación de investigaciones se inscribe dentro del enfoque *Law and Finance* y analiza, con una perspectiva más internacional que la de la generación anterior, la gran diversidad de reglas de gobierno existente entre empresas y entre países, en un intento de encontrar relaciones estadísticas entre práctica y resultados de los distintos sistemas de gobierno. Entre las investigaciones de esta segunda generación, sobresale la corriente de trabajos orientados a comparar las fortalezas y debilidades del modelo de gobierno anglosajón, orientado hacia el mercado, con las del modelo predominante en Japón y la Europa continental, basado en el control de los inversores a largo plazo.

Más recientemente, la discusión académica sobre el gobierno corporativo parece haber desplazando su atención hacia la hipótesis de convergencia de los modelos existentes *alrededor del mundo*. Hipótesis que encuentra sustento tanto en la adopción de prácticas comunes de gobierno como, aunque en menor medida, en un posible proceso de convergencia de los sistemas legales e institucionales¹¹. La evidencia empírica obtenida del análisis institucional comparado revela una cierta convergencia en la composición de la estructura de propiedad y de los consejos de administración, si bien no de manera generalizada *alrededor del mundo*, y revela también que el origen legal está correlacionado con la dimensión y algunas otras características de los mercados financieros, así como con la concentración de la propiedad, la tasa de reparto de dividendos y la valoración de la empresa.

Durante los últimos años, además, nuestros conocimientos sobre el gobierno de la empresa se han visto enriquecidos por las nuevas percepciones sobre el problema que la propia evolución de la empresa ha traído consigo. Como consecuencia, el enfoque del gobierno desde la perspectiva de los accionistas (modelo *shareholders*), orientado a la conservación del capital financiero, ha cedido su predominio en las finanzas corporativas al enfoque del problema desde la perspectiva del conjunto de los partícipes (modelo *stakeholders*), centrado en la conservación del capital organizacional. A este nuevo planteamiento de la cuestión, subyace la idea de que, en la empresa actual, los accionistas no son los únicos partícipes con derechos residuales, por lo que el problema de gobierno debe plantearse como un problema de asignación de

¹¹ Para una discusión de las diferencias entre convergencia *de iure* y *de facto*, legal y funcional, en la forma y en la función, véanse los trabajos de La Porta, López de Silanes, Schleifer y Vishny (2000); Hansmann y Kraakman (2000), Khanna, Kogan y Palepu (2002); y Roe (2002).

los derechos formales (*de iure*) de control entre los distintos partícipes con derechos reales (*de facto*) de control¹². A partir de esta idea, la visión del gobierno de la empresa ha ido ampliando su perspectiva dando entrada paulatinamente en el análisis del problema a los intereses de los directivos (Castanias y Helfat, 1991), de los trabajadores (Blair, 1995) y del conjunto de los partícipes (Cornell y Shapiro, 1987; Charreaux y Desbrières, 1998).

Esta visión del problema de gobierno tiene su origen en la redefinición de la noción de propiedad que proporciona la teoría de los contratos incompletos y en la representación de la empresa como equipo de producción. De acuerdo con la teoría de la producción en equipo, la creación de valor es consecuencia de las sinergias que se producen entre los diferentes factores de producción, al igual que en la teoría positiva de la agencia. Pero a diferencia del modelo *shareholders* en el que se inspira el enfoque *stakeholders*, la teoría de los contratos incompletos niega que los accionistas sean los únicos acreedores residuales. En esta última, la propiedad se define tanto por los derechos residuales de decisión como por la apropiación de las rentas residuales, de manera que aquellos partícipes o *stakeholders* a los que se asigna un poder residual de decisión para que puedan explotar mejor sus conocimientos personales, se convierten parcialmente en propietarios (Hart, 1995; Hart y Moore, 1990). De este modo, la ampliación del análisis a los diferentes partícipes deviene en un nuevo modelo de empresa, en el que ésta se concibe como «una combinación de activos y personas mutuamente especializados» (Zingales, 1998) y el problema de gobierno se centra en su capacidad para crear valor para todos los *stakeholders*.

4. El Valor Actual Neto de la reciente investigación en finanzas

Tras revisar la estimación de los flujos de conocimiento generados por la investigación actual en finanzas, me propongo en este último apartado esbozar siquiera una respuesta a la pregunta con la que el profesor Gómez-Bezares nos desafiaba intelectualmente: ¿Cuál es el valor actual neto de tantos esfuerzos en medios materiales y humanos dedicados a la investigación en finanzas durante los últimos veinticinco años?

Una primera evaluación de los flujos de conocimientos generados por la investigación en finanzas durante la década de los 80 es la que resulta de comparar los balances de situación que, bajo el sugerente título de: *Lo que sabemos y no sabemos en finanzas*, nos ofrecen Brealey y Myers en el capítulo final de su magna obra *Principles of Corporate Finance*¹³. A nuestros efectos,

¹² De acuerdo con Zingales (2000), los derechos residuales *de facto* surgen de las complementariedades basadas en la especialización y del acceso a los recursos críticos de la empresa, ante la necesidad de alinear los intereses de todos los partícipes y prevenir, así, conflictos que deterioren la capacidad de la empresa para crear valor.

¹³ El valor fundamental de *Principles of Corporate Finance* estriba en que es el primer manual concebido para la enseñanza de las finanzas empresariales a partir de los resultados obtenidos en la investigación financiera.

comparamos el *estado del arte* que estos autores nos presentaron en la primera edición de su obra, publicada en 1981, con el correspondiente al de la cuarta edición, publicada diez años más tarde.

En la edición de 1981, bajo el epígrafe de *lo que sabemos en finanzas*, el balance de los flujos de conocimiento generados hasta entonces por la investigación giraba en torno a las cinco grandes contribuciones que habían sido cruciales en el desarrollo de la moderna economía financiera: el valor actual neto, el modelo de equilibrio de activos financieros, la eficiencia de los mercados financieros, el principio de aditividad del valor y la teoría de opciones. Por aquel entonces, estos cinco principios o modelos teóricos constituían el núcleo duro de la teoría financiera y eran múltiples sus potenciales aplicaciones a la toma de decisiones financieras, básicamente en materia de selección de inversiones, política de financiación, política de dividendos y valoración de la empresa. El balance se completaba con una lista de diez problemas¹⁴, considerados fundamentales por Brealey y Myers (1981) para entender la política financiera de las empresas, pero hasta la fecha no satisfactoriamente resueltos —*lo que no sabemos*— por la investigación en finanzas.

Un balance que *grosso modo* pudiera valorarse como *muy positivo* para las finanzas de mercado, pero que era también revelador de lo poco, por no decir nada, que la moderna economía financiera se había ocupado de resolver los problemas de las finanzas corporativas. Afinando más esta valoración, cabría afirmar que, en el dominio de las finanzas de mercado, las contribuciones del paradigma de los 70 resultaban incuestionables y su utilidad estaba fuera de toda duda. De facto, el carácter fuertemente competitivo de los mercados financieros permitía colegir su cuasi-eficiencia y confirmar la validez de los modelos teóricos a través de sus aplicaciones al campo de la innovación financiera. En este ámbito de las finanzas la relación entre teoría y práctica aparentaba ser directa e inmediata. No ocurría así, sin embargo, en el dominio de la empresa, en el que las respuestas dadas por la teoría eran excesivamente parciales e incompletas y la relación entre teoría y toma de decisiones era sumamente frágil.

En resumidas cuentas, si por paradigma de los 70 se entiende el conjunto de principios y modelos teóricos que a mediados de esa década constituían ya el engranaje central de la moderna economía financiera, así como sus aplicaciones a las finanzas de mercado, mi valoración de la investigación realizada durante el tercer cuarto del pasado siglo, muy favorable a la sazón, coincidiría plenamente con la expuesta por el profesor Gómez-Bezares en su nota crí-

¹⁴ Los diez problemas a modo de preguntas pendientes de respuesta incluidas en la lista eran los siguientes: ¿Cómo se toman las decisiones financieras? ¿Cuáles son los factores que determinan el valor actual neto y el riesgo de los proyectos de inversión? Rentabilidad y riesgo: ¿Nos hemos olvidado de algún factor relevante? ¿Hay excepciones importantes a la teoría de los mercados eficientes? ¿Cómo se valoran las opciones complejas? ¿Cómo pueden explicarse los procedimientos de emisión de acciones ordinarias? ¿Cómo podemos explicar la estructura de financiación? ¿Cómo resolver la controversia sobre la política de dividendos? ¿Cuál es el valor de la liquidez? ¿Cómo pueden explicarse las olas de fusiones?.

tica. Si se entiende, en cambio, que el paradigma de los 70 aglutina también los flujos de conocimiento generados en el dominio de la empresa y sus aplicaciones a las finanzas corporativas, mi valoración sería muy distinta, a la vista de la manifiesta incapacidad del paradigma neoclásico para resolver los problemas relacionados con las decisiones financieras de la empresa.

Pero volvamos al *quid* de la cuestión sopesando si esta valoración debiera ser revisada diez años más tarde, en pleno estancamiento del paradigma de los 70 según el profesor Gómez-Bezares y recién finalizada la edad de oro de las finanzas corporativas según Luigi Zingales. Como antes, aunque ahora yendo a su cuarta edición, nos apoyamos en el capítulo final del manual de Brealey y Myers (1991) para estimar la dimensión de los flujos de conocimiento generados por la investigación durante la década de los 80.

Al comparar ahora los problemas no resueltos por las finanzas en 1981 con los que seguían sin resolverse en 1991, se observa que la lista de cuestiones pendientes —lo que no sabemos— se mantenía casi idéntica¹⁵. Los epígrafes del pasivo del balance apenas se habían visto modificados durante la edad de oro de las finanzas corporativas. Por el lado del activo, en cambio, la relación de cuestiones conocidas en 1991 había aumentado, en comparación con lo que sabíamos en 1981, con un nuevo e importante epígrafe: La teoría de la agencia.

Con todo, no parecería a primera vista que los avances logrados por la investigación durante la década de los 80 puedan tacharse de satisfactorios, máxime si, con el manual de Brealey y Myers en ristre, fuésemos cotejando, capítulo a capítulo, la consistencia y verosimilitud de las hipótesis y modelizaciones a partir de las cuales se articula la disciplina. Cuando así se procede, se constata que muchas de las cuestiones planteadas, no solo no habían sido resueltas, sino que diez años más tarde su grado de complejidad había aumentado. Pudiera colegirse en suma que en materia de investigación financiera los interrogantes seguían siendo los mismos¹⁶ y que sólo las respuestas habían variado. ¿A qué resultado nos conduciría entonces la aplicación de la regla del valor actual neto?

La respuesta sería que, casi con toda probabilidad, a un resultado negativo. Sin embargo, los economistas financieros sabemos que el criterio del VAN

¹⁵ Entre los cambios producidos podía apreciarse que dos de los viejos problemas que engrosaban la lista de cuestiones no resueltas en 1981, a saber: ¿Cómo se valoran las opciones complejas? y ¿Cómo pueden explicarse los procedimientos de emisión de acciones ordinarias?, habían recibido respuesta, si no definitiva, sí al menos satisfactoria. En su lugar, se abrían dos nuevos interrogantes: ¿Cuál es el valor de la dirección? ¿Cómo puede explicarse el éxito de las más recientes innovaciones financieras?. De este modo, el número de cuestiones no resueltas incluidas en la lista de 1991 seguía siendo diez.

¹⁶ Fieles a su tercera ley, Brealey y Myers (2002) siguen presentándonos diez problemas sin resolver en la lista correspondiente a la séptima edición de su libro. Parecería que en la década de los 90 hemos aprendido cómo se toman las decisiones financieras y cómo podemos explicar la estructura de financiación. En su lugar dos nuevos interrogantes han sido incluidos: ¿Qué riesgos debería asumir una empresa? y ¿Cómo podemos explicar las diferencias internacionales en la arquitectura financiera?

no siempre es el más apropiado para evaluar la contribución de una inversión a la creación del valor, y casi nunca si la inversión es en conocimiento. La evaluación de este tipo de inversiones requiere la aplicación del enfoque de opciones reales¹⁷ pues, como en el caso que nos ocupa, la contribución real de la investigación en finanzas a la creación de conocimiento científico viene dada no sólo por el valor actual de los flujos de conocimiento generados, sino también por el valor actual de las opciones reales que la investigación entraña. En este segundo componente del valor, obviado por los métodos basados en el descuento, estriba la diferencia entre el VAN estático o convencional y el VAN ampliado o extendido¹⁸ de la investigación en finanzas realizada durante los años 80 y posteriores.

Desde esta perspectiva, no parece realista seguir soslayando el hecho de que los avances más recientes en el ámbito de las finanzas son fruto del ejercicio de dos opciones reales, indisociables del proyecto de investigación impulsado por el paradigma de la agencia. La primera de ellas, que germina con el reconocimiento del carácter eminentemente organizativo de las finanzas corporativas, es la que ha hecho posible integrar en el razonamiento financiero los conflictos de intereses entre los diferentes partícipes en la empresa—principalmente entre los directivos, los accionistas y los acreedores—, renovar completamente el análisis de las principales decisiones financieras y proporcionar elementos de respuesta a numerosos fenómenos financieros hasta ahora inexplicados.

La segunda de las opciones, de orden metodológico, tiene su origen en la sustitución del esquema de análisis neoclásico por otro que ha permitido aproximar los planteamientos teóricos a los razonamientos observados en la práctica y que ha generado un conocimiento de la política financiera de las empresas que no tiene parangón con la visión teórica que imperaba en la disciplina a mediados de los años 70. La estrecha interrelación de estas dos opciones todavía «vivas» explica el espectacular progreso experimentado por las finanzas que, lejos de estancarse, han extendido y diversificado sus líneas de investigación aunque a costa, como no podía ser de otra manera, de una mayor complejidad y de una menor uniformidad conceptual y metodológica.

El valor actual de estas dos opciones depende críticamente de la relevancia científica que concedamos a los resultados de la investigación derivados de su ejercicio. A este respecto, la valoración del activo subyacente a ambas opciones de conocimiento exige distinguir entre contribuciones positivas y normativas de la investigación, pues una mejor comprensión de los fenómenos financieros no necesariamente implica una contribución norma-

¹⁷ La hipótesis subyacente, fácilmente contrastable, es que si la lógica del conocimiento científico presupone una concepción realista del mundo, el enfoque de opciones reales nos proporciona una aproximación a la naturaleza cambiante de un mundo no determinista mucho más real que la que nos proporcionan los métodos de valoración basados en el descuento de flujos.

¹⁸ El concepto de valor actual neto ampliado presupone la aceptación de un principio irrefutable: *ceteris paribus*, el valor de una inversión será mayor cuanto mayores sean la flexibilidad y las oportunidades de crecimiento que proporciona.

tiva de aplicación inmediata. Hasta la fecha, el ejercicio simultáneo de una y otra opción nos ha proporcionado una serie de argumentos racionales con los que renovar el análisis de muchas de las cuestiones no resueltas por las finanzas neoclásicas, entre otras (Charreaux, 1993): la aplicación de criterios de inversión diferentes del valor actual neto, la existencia de híbridos financieros como las obligaciones convertibles, las ventajas de la cotización bursátil, la política de dividendos, la elección de la forma societaria u organizativa, las fusiones y adquisiciones, el valor de la liquidez, la política de remuneración, etc.

Las nuevas percepciones sobre la naturaleza de los problemas financieros de la empresa que estos desarrollos afloraron, acabaron fraguando en una concepción mucho más amplia e integrada de las decisiones financieras basada en la consideración de los conflictos de intereses entre los agentes, las asimetrías de información, el carácter opcional de las inversiones y de las financiación, la especificidad de los activos, el capital organizacional, la estructura de propiedad y el gobierno de la empresa. Pero sobre todo, habida cuenta de que toda esta gama de consideraciones no tenía cabida dentro del esquema de análisis neoclásico, las finanzas corporativas hubieron de dotarse de un modelo de empresa¹⁹ que permitiese el análisis integrado de los problemas financieros y organizativos.

Como resultado, las finanzas corporativas han ido extendiendo sus dominios a nuevos aspectos y cuestiones, tales como: los sistemas de control de gestión y los sistemas de remuneración diseñados para alinear los intereses de los partícipes internos y externos a la organización, el carácter concurrente de los mercados financieros y de los mercados de directivos, la producción de información contable, las auditorías de cuentas, el papel de los analistas financieros, las cláusulas restrictivas de los contratos o los procedimientos judiciales de resolución de conflictos. Todos estos problemas junto a la incorporación al análisis de factores institucionales, legales y políticos han fructificado en el desarrollo de una teoría positiva del gobierno de la empresa, centrada en los mecanismos de vigilancia y supervisión de los que están dentro de la organización por parte de los que están fuera, que está permitiendo explicar las relaciones de causalidad entre la protección legal a los inversores, el desarrollo de los mercados financieros, el grado de concentración de la propiedad empresarial, los márgenes de discrecionalidad directiva y el efecto de las decisiones financieras sobre el valor de la empresa.

En cuanto concierne al análisis del efecto de las decisiones financieras sobre el valor de la empresa, la ruptura con el paradigma neoclásico de los 70 provino de la incompatibilidad metodológica entre dos formas muy distintas de entender la decisión de inversión en la empresa: una, la neoclásica, inspirada en el principio de separación de las decisiones de inversión y

¹⁹ La elección recayó en el modelo de Alchian y Demsetz (1972) y Jensen y Meckling (1976) cuya concepción de la empresa, como señala Zingales (2000), prevalece desde entonces en las finanzas corporativas.

financiación; y otra, la contractual y organizativa, basada en una concepción menos restringida y más integrada de las decisiones financieras de la empresa. De resultados de su confrontación, el estrecho cauce metodológico del paradigma de los 70 se vio desbordado por el reconocimiento de que el análisis de la decisión de inversión es indisoluble del estudio de la relación existente entre el origen de las oportunidades de inversión y el proceso de creación de valor en la empresa y de que ambas cuestiones son parte integral de las finanzas corporativas. Ello hizo que las finanzas comenzasen a volver sus ojos sobre el problema quizás más importante del dominio de la disciplina, cual es conocer el origen de las oportunidades de inversión, un problema durante muchos años relegado al olvido por el análisis neoclásico al suponer dadas las oportunidades de inversión y, por ende, los flujos de fondos de ellas derivados²⁰. Un supuesto que había *jibarizado* la decisión de inversión, al reducir esta a un mero problema de elección de proyectos de inversión entre los incluidos dentro de un menú predeterminado (Nelson y Winter, 1982) y constreñir, por ende, el alcance de las finanzas al de una mera teoría de la evaluación²¹.

No fue éste, sin embargo, el único frente de ruptura con el paradigma neoclásico. El conocimiento más profundo del interior de la *caja negra* de la empresa acarrió un incremento considerable del grado de complejidad de la investigación en finanzas que, a su vez, iba a evidenciar las insuficiencias metodológicas del paradigma de los 70. En particular, la complejidad de muchos de los fenómenos organizacionales puso pronto en tela de juicio la utilidad de la modelización matemática y de los estudios econométricos para resolver satisfactoriamente muchos de los puzzles que hoy conciernen a las finanzas. Singularmente, cuando de la mano de la teoría positiva o financiera de la agencia damos entrada en el análisis a los conflictos de intereses, a las asimetrías de información, al carácter opcional de las inversiones, a la especificidad de los activos o a la diseminación del conocimiento en las organizaciones, no parece que el recurso a la formalización matemática sea el procedimiento más razonable. Como, además, la mayor parte de las variables fundamentales que intervienen en el análisis son variables complejas, a menu-

²⁰ El carácter supuestamente dado de las oportunidades de inversión y de los flujos de fondos de ellas derivados permite justificar el análisis separado de las decisiones de inversión y financiación y colegir, por ende, que la cuantía y variabilidad de los flujos de tesorería generados por un proyecto de inversión son independientes del modo en que el proyecto sea financiado. Sin embargo, como Jensen y Meckling (1976) observaron, la «existencia de costes de agencia proporciona sólidos argumentos para sostener que la distribución de probabilidad de los flujos de fondos no es independiente de la estructura de capital o propiedad».

²¹ En su mencionada alocución presidencial a la Asociación Americana de Finanzas, decía Jensen (1993) que «las finanzas son hoy mucho menos un ejercicio de valoración de un flujo de fondos dado (aunque todavía sea importante) y mucho más el estudio de cómo aumentar ese flujo de fondos». Una valoración de la investigación en finanzas que se complementa con la que dos años más tarde haría Brennan (1995) en su discurso conmemorativo del vigésimo quinto aniversario de la *Financial Management Association*, al reconocer que «el profesor de finanzas tiene mucho más que decir sobre la política de financiación que sobre la decisión de inversión».

do no cuantificables²² y casi siempre difíciles de aproximar, no parece tampoco que las técnicas estadísticas y econométricas convencionales sean el instrumento metodológico adecuado para verificar muchas de las predicciones de la investigación actual en finanzas.

Ante este problema de verificación²³, los estudios clínicos basados en la investigación de casos²⁴ han comenzado a abrirse paso entre las técnicas al uso en el campo de la investigación empírica. La invitación realizada por los editores del *Journal of Financial Economics* a los investigadores en finanzas para remitir estudios de casos a la revista, constituyó sin duda el espaldarazo definitivo al empleo de esta proscrita metodología: «Los estudios clínicos pueden orientar los trabajos de los formalizadores y de los econométricos hacia teorías más pertinentes para el análisis en profundidad de las dimensiones más importantes de los fenómenos organizacionales en el mundo real» (Jensen *et al.*, 1989).

Ahondando más en esta cuestión, desde mediados de los 70 no pocos investigadores empezaron a interesarse por la contrastación empírica y modificación de los postulados tradicionales de la disciplina. Esta corriente de investigación fluye hoy a través de dos cauces diferenciados pero convergentes. Por un lado, las investigaciones teóricas y empíricas que se inscriben en el campo de las finanzas behavioristas, interesadas en el análisis de las decisiones humanas desde el punto de vista de la psicología cognitiva. Y por otro, los trabajos de investigación orientados a contrastar la validez de las predicciones procedentes de la teoría financiera a través de experimentos de laboratorios. Dos líneas de investigación metodológicamente diferentes aunque coincidentes en su rechazo de la hipótesis neoclásica de racionalidad con el argumento de que el modelo de hombre económico, dotado de racionalidad absoluta, sujeto a las leyes de la lógica y basado en el cálculo estadístico, es simplemente irreal y, por ende, conduce a predicciones erróneas.

²² Como subraya Jensen (1983), el problema metodológico se plantea a la hora de contrastar las hipótesis derivadas de una teoría positiva con la realidad o con los datos extraídos de ella. Dado que la mejor evidencia sobre la mayor parte de las prácticas organizativas, financieras y contables es evidencia cualitativa e institucional y dado que este tipo de evidencia no es cuantificable ni susceptible de agregación, a partir de ella no podemos calcular medidas formales de la tendencia central y errores estándares de la estimación.

²³ El carácter interactivo de las decisiones financieras dificulta también la identificación de las relaciones de causalidad entre las variables que intervienen en los modelos financieros, acrecentando aún más este problema de verificación.

²⁴ El método del caso se muestra especialmente adecuado cuando el fenómeno a explicar es el resultado de la interacción compleja de múltiples factores, en cuyo caso la validez de una teoría no depende únicamente de la convergencia de sus predicciones con los hechos reales, sino también de que sea plausible la explicación de la naturaleza de la relación causal. Con el método del caso no se persigue, pues, una generalización estadística de la validez de nuestras proposiciones, sino una generalización analítica de la validez de nuestros modelos ante distintas situaciones. De hecho, el carácter de la prueba que el método del caso nos permite realizar se asemeja más, recurriendo a la analogía propuesta por Popper, al tipo de prueba que se practica en un proceso judicial que a la que resulta de un proceso de inferencia estadística.

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

Como hipótesis alternativa, el enfoque behaviorista asume pautas de comportamiento más realistas, tanto por lo que se refiere a los inversores como a los gestores de las empresas. Así, la rama de las finanzas de mercado parte del supuesto de que los inversores no son *completamente* racionales y de que su comportamiento impide las operaciones de arbitraje, por lo que la valoración de los títulos no será siempre la que correspondería a un mercado eficiente. Por su parte, la rama de las finanzas corporativas considera que los *managers* se comportan sesgadamente y que el optimismo o el exceso de confianza les hacen creer que las empresas que gestionan están infravaloradas, por lo que tienden a seguir políticas de inversión subóptimas y a preferir la financiación interna a la externa.

En línea de convergencia²⁵ con esta corriente de la investigación, la economía experimental está contribuyendo de manera significativa a la falsación de la teoría de los mercados eficientes y al conocimiento del proceso de formación de los precios en los mercados de capitales, mediante la realización de experimentos controlados de laboratorio.

Con la ruptura del anterior *status quo* metodológico, la investigación en finanzas ha dejado de ser un campo relativamente homogéneo para adoptar una concepción mucho más realista del mundo, que viene enriqueciendo nuestra comprensión de los fenómenos financieros desde mediados de los años 70. Es verdad que el influjo del paradigma contractual ha afectado mucho más a las finanzas corporativas que a las finanzas de mercado, percepción que el profesor Gómez-Bezares parece tener *in mente* cuando dice «mi impresión es que el paradigma de los 70 ha evolucionado poco en estos últimos veinticinco años». Pero no es menos cierto que este estancamiento se ha visto ampliamente compensado por los avances registrados en el ámbito de las finanzas organizacionales, tanto los producidos durante los años 80 como los que tuvieron lugar durante la década de los 90 o los que han seguido produciéndose durante los primeros años del nuevo siglo.

En suma, los cambios en el marco conceptual y metodológico de las finanzas corporativas, impulsados por el paradigma de la teoría positiva de la agencia, están propiciando la renovación del esquema de análisis de las decisiones financieras de la empresa (opción de flexibilidad) y la ampliación del campo

²⁵ La concesión en 2002 del Nóbel de Economía a Daniel Kahneman y Vernon Smith constituyó el espaldarazo académico a la convergencia de esas dos corrientes del análisis económico, a las que hoy denominamos economía behaviorista y economía experimental.

de análisis de las finanzas más allá de sus fronteras tradicionales (opción de expansión). El valor actual de los flujos de conocimiento derivados hasta el momento del ejercicio de estas dos opciones, entre sí estrechamente relacionadas, rebasa con mucho el aparente valor negativo de los flujos de conocimiento generados por el paradigma de los 70, hasta el punto de poder afirmar taxativamente que «el valor actual neto de tantos esfuerzos en medios materiales y humanos dedicados a la investigación en finanzas durante los últimos veinticinco años» no sólo resulta positivo sino que nos ha permitido ampliar *in extenso* las cotas de conocimiento alcanzadas bajo los auspicios de la tan delgada como infecunda *línea oficial*.

5. Una última palabra

Más que discrepar con las opiniones vertidas por el profesor Gómez-Bezares en su nota crítica sobre la actual investigación en finanzas, mi pretensión como *comentarista* ha sido la de contribuir a discernir qué entendemos por finanzas y a elucidar las diferencias conceptuales y metodológicas que separan a las finanzas corporativas de las finanzas de mercado.

Si el término finanzas se emplea para referirse a la rama de la economía financiera que tiene por objeto la valoración de activos y la formación de los precios en los mercados de capitales y haciendo suyo el modelo neoclásico de empresa, el análisis del efecto de las decisiones financieras sobre su valor de mercado, comparto en lo sustancial la negativa opinión que el profesor Gómez Bezares tiene de la investigación actual en finanzas.

No es ésta, empero, la única forma de entender las finanzas. Ni siquiera la más influyente en el panorama actual de la investigación. Es simplemente la abstracción conceptual de los fenómenos financieros que requiere el esquema de análisis neoclásico para poder ser aplicado a la resolución de los problemas de finanzas. Es cierto que cuando las finanzas adoptaron este esquema de análisis cambiaron su tradicional perspectiva institucional por otra puramente económica, la denominada visión moderna de las finanzas o moderna economía financiera. Y es verdad también que la síntesis neoclásica de los enfoques micronormativo y macronormativo de las finanzas, característicos respectivamente de las Escuelas de Negocio y de los Departamentos de Economía norteamericanos, cristalizó en un verdadero *ejemplar paradigmático* cuyos pilares fundamentales, como acertadamente señala Gómez-Bezares, «eran la eficiencia de los mercados y los modelos de valoración (CAPM, APT, OPM ...), junto con una aceptación del método de trabajo para seguir avanzando, consistente en crear modelos y contrastarlos empíricamente en los mercados».

El problema fue que con este método de trabajo, la moderna economía financiera devino pronto en una teoría de los mercados de capitales cuya abstracción y simplificación de los procesos de asignación de recursos, reducía a la empresa a una cartera de proyectos de inversión y a sus gestores a meros intermediarios entre las operaciones de la empresa y los inversores que actúan en los mercados. De hecho, como muestran las sucesivas ediciones del manual

de Brealey y Myers, el paradigma de los 70 acabaría reduciendo las finanzas corporativas a una teoría de la valoración por el mercado de las decisiones financieras de la empresa, o si se prefiere, al análisis de su efecto sobre el valor de la empresa, tanto cuando los mercados se consideran perfectos como cuando se tienen en cuenta algunas de las imperfecciones que friccionan su funcionamiento.

Los síntomas de agotamiento de esta visión de las finanzas eran más que patentes a mediados de los años 70. Ello unido a la necesidad de desarrollar una teoría de la empresa que permitiera analizar los fenómenos financieros desde una perspectiva organizacional, propició el surgimiento de un nuevo paradigma que, enraizado en las ideas de Coase e inspirado en el modelo de producción en equipo de Alchian y Demsetz, iba a proveer a las finanzas corporativas de un nuevo marco conceptual y metodológico y a ampliar su dominio de los problemas a muchas otras cuestiones, hasta entonces consideradas normativamente irrelevantes a la luz del paradigma neoclásico.

Era el principio de un nuevo *big-bang* metodológico tras el cual la investigación en finanzas comenzaría a cambiar su concepción neoclásica del mundo, tan determinista como estereotipada, por otra mucho más realista que nos ha permitido aproximar los planteamientos teóricos a los razonamientos observados en la práctica, y que ha generado un conocimiento de la política financiera de las empresas que no tiene parangón con la visión teórica que imperaba en la disciplina a mediados de los años 70.

Tan importante cambio paradigmático se ha visto impulsado durante los últimos años por una fecunda investigación que, si bien no ha cristalizado todavía en una auténtica teoría integradora de las decisiones financieras y organizativas, está alterando la visión que *a través de los ojos de Modigliani y Miller* teníamos de las finanzas por otra mucho más compleja y sistémica, gracias a la cual ha mejorado nuestra comprensión de los problemas de asignación de recursos a través de las empresas y los mercados. Un cambio de visión que obedeció a la necesidad de abrir de par en par la *caja negra* de la abstracción neoclásica de la empresa para, de una vez por todas, poder plantear los problemas de las finanzas a la luz de la economía de las organizaciones, y en particular a la luz del modelo de empresa subyacente a la teoría positiva de la agencia, que la representa como una red de contratos en equilibrio cuya evolución depende tanto de las decisiones de los diferentes agentes que participan en la empresa como de las transformaciones del entorno legal e institucional.

El influjo de esta concepción de la empresa sobre las finanzas corporativas ha ido desvelado la relevancia de las decisiones financieras como mecanismos de gobierno y el lugar central que a esta ignorada dimensión en el enfoque neoclásico corresponde en el dominio de los problemas. Esta nueva forma de entender las finanzas empresariales ha permitido encuadrar el análisis de las decisiones financieras en el marco del gobierno corporativo y ha despertado el interés de los investigadores financieros por los mecanismos de control, tanto organizativos como de mercado, susceptibles de contribuir a la resolución de los conflictos de interés entre los distintos partícipes de la empresa.

A esta diferente forma de plantear y analizar los problemas de finanzas subyace, como antes apuntábamos, una concepción más realista del mundo sustentada en el reconocimiento del carácter eminentemente organizativo de las finanzas corporativas y la consideración explícita de nuevas percepciones con respecto a la naturaleza y límites de la empresa y al papel que juegan la incertidumbre, la información y los incentivos en el comportamiento de los agentes económicos.

Esta profunda mutación está detrás del espectacular progreso experimentado por las finanzas durante el último cuarto del siglo XX que, lejos de estancarse, vivieron uno de sus más brillantes periodos, el comprendido entre los años 80 y 90. Durante este periodo, las finanzas comenzaron a ampliar y a diversificar su cartera de proyectos de investigación y a renovar el análisis de muchos de los problemas no resueltos por las finanzas neoclásicas, como el origen de las oportunidades de inversión, la aplicación de criterios de valoración de inversiones diferentes del valor actual neto, la estructura de propiedad y control de la empresa, la elección de la forma societaria u organizativa, las fusiones y adquisiciones, el valor de la liquidez, las ventajas de la cotización bursátil, la política de remuneración, el gobierno de la empresa, las diferencias internacionales en la arquitectura financiera y, más en general, las interacciones de las decisiones financieras y los mercados como mecanismos de intercambio de información y resolución de conflictos de interés.

Con el declive del paradigma de los 70 y la irrupción del enfoque contractual, el interrogante sobre el origen del valor comenzó a ocupar un lugar preeminente en las finanzas corporativas. Derivada de las teorías de los derechos de propiedad, de los costes de transacción y de la agencia, la visión contractual contempla a la empresa como un nudo de contratos a través del cual se relacionan los distintos aportantes de recursos o también, como un centro de contratación concebido para gestionar de manera centralizada el conjunto de los contratos necesarios para la producción. De acuerdo con este enfoque, la razón de ser de la empresa radica en su capacidad para reducir mejor que el mercado las pérdidas de eficiencia debidas a las asimetrías de información y a los conflictos de interés existentes entre los agentes económicos, pérdidas que se miden en comparación con el óptimo paretiano de primer orden de la teoría económica neoclásica. Subyace la idea de una asignación óptima de los recursos orientada a explotar de la mejor manera posible el conjunto de oportunidades de inversión y maximizar, así, la creación de valor.

Esta concepción de la empresa supone que toda organización tiene como objetivo obtener a través de la cooperación un excedente con respecto a los recursos consumidos y distribuir este excedente de manera que se garantice la supervivencia de la organización. Quizás por ello muchos de los análisis contractuales, tanto los orientados a la creación de valor para los accionistas (modelo *shareholders*) como a la creación de valor para todos los partícipes (modelo *stakeholders*), se centran más en la distribución de la renta empresarial que en el proceso propiamente dicho de creación de valor. En ambos enfoques, el valor se maximiza en un momento dado, el conjunto de oportunidades de inversión se considera exógeno y conocido al menos por los gestores de la empresa, y la decisión de inversión se sigue planteando en términos aná-

logos a los de una elección entre platos de un menú predeterminado. Al final, el problema estriba en procurar un reparto de la renta que proporcione los incentivos eficientes para maximizar la creación de valor. De este modo, la minimización de las pérdidas de eficiencia ocasionadas por los problemas de información *ex-ante* (selección adversa) y *ex-post* (riesgo moral) se inscribe en una perspectiva de control, que requiere definir disciplinariamente las reglas organizativas y de gobierno del juego: el origen de la eficiencia es de carácter disciplinario.

Ante esta insuficiente capacidad de los modelos *shareholders* y *stakeholders* para aprehender el proceso de creación de valor, la investigación más reciente ha comenzado a cambiar la visión restrictiva y negativa del proceso productivo, característica del enfoque contractual, por otra más amplia en la que el papel de la empresa no se limita a la acción disciplinaria sino que toma además una vía más positiva y, a priori, más acorde con la función productiva de las organizaciones: el desarrollo de competencias y capacidades para innovar, generar oportunidades de inversión y modificar su entorno. Sin dejar de ser un nudo de contratos, la empresa se concibe también como un yacimiento de conocimiento especializado.

El reto estriba en profundizar en el conocimiento del origen de las oportunidades de inversión y de los procesos de creación de valor, introduciendo en el análisis consideraciones relacionadas con la información, diferentes de las tenidas en cuenta por las teorías contractuales, y que aproximan la naturaleza de la información a la del conocimiento: la información es costosa de producir, de mantener y de utilizar. En este contexto, la empresa no es sólo una respuesta organizacional a los problemas de información, es sobre todo un repertorio de conocimientos. La creación de valor depende críticamente de la identidad y de las competencias de la empresa, concebida como un todo coherente cuya especificidad emana de su capacidad para crear conocimiento.

Los nuevos derroteros de las finanzas organizacionales parecen, pues, seguir el camino trazado por la evolución que se ha producido en la forma de entender la fenomenología de la empresa. Y es que, como en este comentario vengo reiterando, la interacción de los problemas de las finanzas organizacionales con la naturaleza de la empresa es tan estrecha que no cabe pensar que la investigación pueda seguir avanzando sin que previamente hayamos resuelto los problemas de la teoría de la empresa.

Desde un punto de vista teórico-evolutivo, la concepción neoclásica de la empresa como mecanismo de asignación de recursos alternativo al mercado, dio paso, en los años 70, a la conceptualización de empresas y mercados como estructuras de intercambio de información y, en los últimos años, a la definición de la empresa como una organización cognitiva y a una aproximación diferente a su naturaleza que entraña el tránsito desde la noción de información a la de conocimiento. Secuencia evolutiva que sintetiza la profundización en el conocimiento de la empresa, tanto de su naturaleza como de sus límites, resultante de los esfuerzos académicos encaminados a abrir la *caja negra* del modelo neoclásico.

Pero si entender los problemas de las finanzas exigía abrir la *caja negra* de la empresa, al hacerlo, cual si de una *matrioska* rusa se tratase, nos hemos

encontrado con otra *caja negra*: el enigma del ser humano. Nada que no cupiese esperar, ciertamente, pues si lo que pretendemos es explicar los contratos financieros y el comportamiento de la inversión real como resultado de la interacción de las decisiones de los inversores y de los gestores empresariales, cualquier intento de explicación de las pautas de inversión y financiación observadas requerirá tener en cuenta las creencias y preferencias de los seres humanos.

Avanzando en esta dirección, la teoría de la *prospección* de Kahneman y la teoría del *valor inducido* de Smith han venido a falsar el modelo de hombre que supone que los agentes económicos son racionales en el sentido de que mantienen expectativas insesgadas sobre los acontecimientos futuros y toman aquellas decisiones que más contribuyen a satisfacer su propio interés en función de dichas expectativas.

Sin duda, ambas contribuciones han apuntalado la necesidad de conocer cómo se comportan los seres humanos para conocer cómo funcionan las organizaciones y los mercados. Pero también, incluso sin pretenderlo, han socavado los cimientos de la mayor parte de las construcciones que componen la estructura teórica de la economía financiera. Son tantas las anomalías que nuestras modelizaciones no explican y son tantos los enigmas sin resolver que, en los albores del siglo XXI, algunos investigadores sostienen que es necesario revisar incluso el método tradicionalmente seguido en la ciencia económica para contrastar la bondad de una teoría, que para falsar nuestras teorías no basta con confrontar sus predicciones con los datos disponibles en cada momento, sino que es preciso articular un proceso de retroalimentación entre teoría y observación bajo condiciones experimentales.

No es de extrañar, por tanto, que un investigador como Fernando Gómez-Bezares que conoce de cerca los mercados y las organizaciones, nos plantee sus dudas sobre algunas de las creencias compartidas o verdades aceptadas en determinados círculos de la comunidad científica. Al fin y al cabo, nuestras verdades son siempre provisionales como también lo es nuestra forma de atar la verdad, que no es otra, como decía Ortega, que «sustituir el saber que parecía seguro por una teoría, o sea, por algo problemático».

Por mi parte, solo he querido suscribir casi en su integridad, palabra por palabra, dardo a dardo, la crítica del profesor Gómez-Bezares a buena parte de la investigación actual en finanzas. Si en algo he disentido, la razón hay que encontrarla en nuestra manera de entender esa *última palabra* con la que Brealey y Myers ponen el broche final a su obra, en alusión a la lista de diez problemas no resueltos en finanzas. Quizás no hayamos interpretado exactamente igual esa ley a la que sus propios autores denominan la tercera ley de Brealey y Myers y enuncian como sigue:

- Axioma: El número de problemas no resueltos es infinito.
- Axioma: El número de problemas no resueltos que, en cualquier momento, los seres humanos pueden tener en su mente está limitado a diez.
- Ley: Por tanto, en cualquier campo siempre habrá diez problemas a los que se les puede dedicar la atención, pero que no tienen solución formal.

Referencias bibliográficas

- ALCHIAN, A. A. y DEMSETZ, H. (1972), «Production, Information Costs, and Economic Organization», *American Economic Review*, vol. 62 (5), págs. 777-795.
- (1973), «The Property Right Paradigm», *Journal of Economic History*, vol. 33 (1), págs. 16-27.
- AZOFRA, V. (1994), «Estructura de capital y política de dividendos» en Fernández Álvarez, A.I. (Directora), *Introducción a las finanzas*. Editorial Cívitas, Madrid.
- AZOFRA, V. y FERNÁNDEZ, A. I. (1999), «Las finanzas empresariales 40 años después de las proposiciones de MM. Teorías y realidades», *Papeles de Economía Española*, vol. 78-79, págs. 122-144.
- BARBERIS, N. y THALER, R. (2003), «A Survey of Behavioral Finance», en G. M., Constantinides, M. Harris y R. M. Stulz (eds.), *Handbook of the Economics of Finance*, vol. 1B, capítulo 18.
- BLAIR, M. M. (1995), *Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-First Century*, Washington, Brookings.
- BREALEY, R. A. y MYERS, S. C. (1981), *Principles of Corporate Finance*, Mc Graw-Hill, New York, 1ª edición.
- (1991), *Principles of Corporate Finance*, Mc Graw-Hill, New York, 4.ª edición.
- (2002), *Principles of Corporate Finance*, Mc Graw-Hill, New York, 7.ª edición.
- BRENNAN, M.J. (1995), «Corporate Finance over the Past 25 years», *Financial Management*, vol. 24 (2), págs. 9-22.
- CASTANIAS, R. P. y HELFAT, C. E. (1991), «Managerial Resources and Rents», *Journal of Management*, vol. 17 (1), págs. 155-171.
- KHANNA, T.; KOGAN, J. y PALEPU, K. (2002), «Analyst Activity around the World», *HBS Strategy Unit Working Paper No. 01-061*.
- CHARREAUX, G. (1993), «Théorie financière et stratégie financière», *Revue Française de Gestion*, vol. 92, págs. 46-63.
- (2002), «Variation sur le thème 'A la recherche de nouvelles fondations' pour la finance d'entreprise», *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 5 (3), págs. 5-68.
- CHARREAUX, G. y DESBRIÈRES, P. H. (1998), «Gouvernance des entreprises: valeur patrimoniale contre valeur actionnariale», *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1 (2), págs. 57-88.
- CLAESSENS, S. y KLAPPER, F. (2003), «Bankruptcy around the World : Explanations of the its Relative Use», *World Bank Policy Research Working Paper Series No. 2865*.
- COASE, R. (1937), «The Nature of the Firm», *Economica*, vol. 4, págs. 386-405.
- CONSTANTINIDES, G. M.; HARRIS, M. y STULZ, R. M. (2003), *Handbook of the Economics of Finance* (vols. 1A y 1B). Vol. 1A: Corporate Finance y Vol. 1B: Financial Market and Asset Pricing, Ed. Elsevier North-Holland.
- CORNELL, B. y SHAPIRO, A. C. (1987), «Corporate Stakeholders and Corporate Finance», *Financial Management*, vol. 16 (1), págs. 5-14.
- DENIS, D. K. y MCCONNELL, J. J. (2003), «International Corporate Governance», *ECGI Finance Working Paper No. 05/2003*.
- DJANKOV, S.; LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER A. (2003), «Courts», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118 (2), págs. 453-517.
- FAMA, E. F. (1990), «Contract Costs and Financing Decisions», *Journal of Business*, vol. 63 (1), págs. 71-91.
- FAMA, E. F. y FRENCH, K. R. (1996), «Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies», *Journal of Finance*, vol. 51 (1), págs. 55-84.

- FAMA, E. F. y MILLER, M. H. (1972), *The Theory of Finance*, Holt Rinehart & Winston Dryden, Illinois.
- FISHER, I. G. (1930), «The Theory of Interest», Augustus M. Kelly, New York (impreso en 1965).
- GÓMEZ-BEZARES, F. (2005), «Una nota crítica sobre la actual investigación en finanzas», *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, (en este mismo número).
- GRAHAM, B. y DOOD, D. (1934), *Security Analysis*, McGraw Hill, New York.
- GUL, F. A. (2001), «Law, Enforcement and Corporate Debt Policies around the World», *SSRN Working Paper*.
- HAHN, F. (1981), «General Equilibrium Theory» en Bell, D. y Kristol, I.: *The Crisis in Economic Theory*. New York: Basic Books, 1981.
- HALEY, C. W. y SCHALL, L. (1979), *The Theory of Financial Decisions*, McGraw Hill Book Company, New York.
- HANSMANN, H. y KRAAKMAN, R. (2000), «The End of History for Corporate Law», *Yale Law School Working Paper No. 235*.
- HART, O. (1995), *Firms, Contracts and Financial structure*, Oxford University Press, London.
- HART, O. y MOORE, J. (1990), «Property Rights and the Nature of the Firm», *Journal of Political Economy*, vol. 98 (6), págs. 1119-1158.
- HARRIS, M. y RAVIV, A. (1991), «The Theory of Capital Structure», *The Journal of Finance*, vol. 46 (1), págs. 297-355.
- JENSEN, M. C. (1983), «Organization Theory and Methodology», *The Accounting Review*, vol. 58 (2), págs. 319-339.
- (1993), «The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems», *The Journal of Finance*, vol. 48 (3), págs. 831-880.
- JENSEN, M. C. y MECKLING, W. H. (1976), «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure», *Journal of Financial Economics*, vol. 3 (4), págs. 305-360.
- JENSEN, M. C. y SMITH, C. W. (1984), «The Theory of Corporate Finance: A Historical Overview» en *The Modern Theory of Corporate Governance*, ed. McGraw-Hill Inc.; págs. 2-20, New York.
- JENSEN, M. C.; FAMA, E. F.; LONG, J. B.; RUBACK, R. S.; SCHWERT, G. W.; SMITH, C. W. y WARNER, J. (1989), «Clinical Papers and Their Role in the Development of Financial Economics», *Journal of Financial Economics*, vol. 24, págs. 3-6.
- JOHNSON, S.; LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F. y SHLEIFER, A. (2000), «Tunnelling», *American Economic Review*, vol. 90 (2), págs. 22-27.
- KAHNEMAN, D. y TVERSKY, A. (1979), «Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk», *Econometrica*, vol. 47 (2), págs. 263-291.
- KHANNA, T.; KOGAN, J. y PALEPU, K. (2002), «Globalization and Similarities in Corporate Governance Convergence: A Cross Country Analysis», *Harvard Business School Working Paper 02-041*.
- LA PORTA, R.; LOPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (1998), «Law and Finance», *Journal of Political Economy*, vol. 106 (6), págs. 1113-1155.
- (2000), «Investor Protection and Corporate Governance», *Journal of Financial Economics*, vol. 58 (1-2), págs. 3-27.
- (2002), «Investor Protection and Corporate Valuation», *Journal of Finance*, vol. 57, págs. 1147-1170.
- LA PORTA, R.; LÓPEZ-DE-SILANES, F.; SHLEIFER, A. y POP-ELECHES, C. (2004), «Judicial Checks and Balances», *Journal of Political Economy*, vol. 112 (2), págs. 445-470.
- MARKOWITZ, H. M. (1952), «Portfolio Selection», *Journal of Finance*, vol. 7 (1), págs. 77-91.

Acerca de una nota crítica sobre la investigación actual en finanzas

- MILLER, M. H. (2000), «The History of Finance: An Eyewitness Account», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 15 (2), págs. 8-14.
- MODIGLIANI, F. y MILLER, M. H. (1958), «The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment», *The American Economic Review*, vol. 48 (3), págs. 261-297.
- MORCK, R.; SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (2003), «Management Ownership and Market Valuation», *Journal of Financial Economics*, vol. 20 (1/2), págs. 293-315.
- NELSON, R. R. y WINTER, S. G. (1982) : *An Evolutionary Theory of Economic Change*, Harvard University Press, Cambridge Mass.
- ROE, M. (2002), «Rôle de l'actionnaire et système politique», *Revue Française de Gestion*, vol. 28 (141), págs. 305-345.
- ROSS, S. (1988), «Comment on the Modigliani-Miller Propositions», *Journal of Economics Perspectives*, Vol. 2 (4), págs. 27-133.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R. W. (1997), «A Survey of Corporate Governance», *Journal of Finance*, vol. 52 (2), págs. 461-488.
- SMITH, V. (1976), «Experimental Economics: Induced Value Theory», *American Economic Review*, vol. 66 (2), págs. 274-279.
- THALER, R. (1993), *Advances in Behavioral Finance*. Ed. Richard H. Thaler.
- VAN HORNE, J. C. (1977), *Financial Management and Policy*, Englewood Cliffs N.J. Prentice.
- WILLIAMS, J. B. (1938), *The Theory of Investment Value*, Harvard University Press, Cambridge Mass.
- ZINGALES, L. (1998), «Corporate Governance», en P. Newman (ed.), *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, London: Stockton Press.
- (2000), «In Search of New Foundations», *Journal of Finance*, vol. 55 (4), págs. 1623-1654.