La empresa y las decisiones de financiación: financiación propia frente a financiación ajena. Política de dividendos y estructura del capital.

Introducción *2′30″*

- **Enganche**: «no hay que matar la gallina de los huevos de oro».
  - Cuántos huevos se reparten y con qué se alimenta a la gallina (lo de casa, los socios o lo prestado).
  - Telefónica (4/11/2025): dividendo de **0,30 a 0,15 €** (2026) ⇒ acción **−13 %** (peor sesión desde 3/2020).
  - ¿Importa cómo se financia y cuánto reparte, o el valor depende solo de los activos?
- **Relevancia**:
  - *Micro*: VAN > 0 [3.B.2], crecimiento [3.B.4], insolvencia, control.
  - *Macro*: ahorro → inversión [3.A.34]; la deuda amplifica el ciclo [3.A.37].
  - *Política*: renta fija en la deuda empresarial **14 % España; 59 % EE. UU.** (BCE; Fed): UAI [3.B.44]; sesgo fiscal [4.B.10].
- **Contextualización**:
  - 3 decisiones: inversión [3.B.2], *financiación*, dimensión [3.B.4]; maximizar el valor (Friedman, 1970).
  - **Decisión de financiación**: de qué fuentes y en qué proporción, y cómo remunerar.
  - **Estructura del capital**: proporción a valor de mercado. **Política de dividendos**: cuánto se reparte y cómo.
  - Historia: tradicional (Durand, 1952) → MM (1958, 1961) → fricciones desde los 70 [3.A.13].
- **Problemática**: ¿cómo se financian? ¿Hay estructura óptima? ¿Cuánto repartir?
- **Estructura**: I contable (fuentes); II financiera (estructura óptima); III dividendos, corolario de II.

Introducción ..... 2′30″
I. Aproximación contable: fuentes ..... 6′30″
1. Clasificación ..... 2′
2. Autofinanciación ..... 1′30″
3. Financiación externa ..... 3′
II. Aproximación financiera: estructura ..... 13′30″
1. ¿Qué es la estructura financiera? ..... 1′
2. El coste de capital ..... 1′
3. La estructura óptima ..... 11′30″
III. Política de dividendos ..... 6′30″
1. ¿Qué hacer con los beneficios? ..... 1′
2. ¿Por qué se pagan dividendos? ..... 2′30″
3. ¿Afectan al valor de las acciones? ..... 3′
Conclusión ..... 1′

I. Aproximación contable: fuentes *6′30″*

La empresa se financia con lo que genera o con lo que le aportan, con fondos propios o con deuda. La diferencia esencial es la exigibilidad*: quién soporta el riesgo y quién manda.*

I.1. Clasificación

- *Según el origen*: **interna** o autofinanciación (reservas, amortizaciones, provisiones) y **externa** (acciones, obligaciones, préstamos).
- *Según la exigibilidad*: **propia** (patrimonio neto) y **ajena** (pasivo exigible).
- Matriz:
  - reservas: interna y propia; provisiones: interna y ajena;
  - ampliación de capital: externa y propia; préstamos, obligaciones, *leasing*: externa y ajena;
  - amortizaciones: internas, en ninguna columna (caja para reponer el activo).

	Propia	**Ajena**
Exigibilidad	No se devuelve	En los plazos pactados
Remuneración	Residual	Fija o pactada
Prelación	Cobra la última	Antes que los socios
Control	Voto	Sin voto, salvo impago
Fiscalidad	No deducible	Deducible (con límites)
Coste	Más alto, r_E	Más bajo, r_D

- España: IS **25 %** (LIS); gastos financieros netos deducibles hasta el **30 % del beneficio operativo** (art. 16), salvo el primer millón [4.B.17].

I.2. Autofinanciación

Tipos

- **De enriquecimiento**: *reservas* (beneficios no repartidos; ↑ PN).
  - *Legal*: **10 % del beneficio hasta el 20 % del capital** (LSC); estatutarias, voluntarias.
  - *Efecto multiplicador* con V_D/V_E constante: $\Delta\text{recursos} = (1 + V_D/V_E)\Delta V_E$ (60 retenidos + 40 de deuda).
- **De mantenimiento**: *amortizaciones* y *provisiones*.
  - **Efecto Lohmann-Ruchti**: reinvertir las amortizaciones al dotarse ↑ la capacidad *de cada periodo* (10 barcos →≈18), no la total.
  - Supuestos: sin obsolescencia, activos divisibles, sin inflación, amortización recuperada vía precios.

Coste, ventajas e inconvenientes

- Sin coste explícito, pero de *oportunidad*: r_E.
- *Ventajas*: autonomía; sin costes de emisión ni de información; pymes.
- *Inconvenientes*: lenta e insuficiente; cuesta $r_E > r_D$; tienta a invertir sin crear valor; menos dividendos.

I.3. Financiación externa

Propia: las acciones

- Partes alícuotas del capital; sin vencimiento; derechos económicos y políticos [3.B.23].
- A la par o con prima; *liberadas* (base del *scrip*); sin voto, rescatables; bolsa o capital riesgo [3.B.4].

Ajena: obligaciones, préstamos y otras

- **Obligaciones**: partes alícuotas de la deuda; acreedor, no socio [3.B.24]. **Préstamos**: un acreedor.
- *Leasing*; *factoring* (cede cobros) vs. *confirming* (el banco paga a proveedores); *crowdfunding*.

Híbridos

- Deuda en la remuneración, acciones en el riesgo: preferentes, subordinada, convertibles [3.B.25].
- *CoCos*: a acciones si el CET1 cae bajo **5,125 %** (CRR) [3.B.27].

Banco frente a mercado

- Diferencia de *información*: el banco es un **supervisor delegado** (Diamond, 1984): selecciona y vigila.
  - Compensa a la empresa pequeña, joven u opaca; renegocia mejor en apuros.
- Mercado: tamaño, información, calificación; plazos largos. MARF **>10.000 M€** (BME, 2025).
- **Racionamiento del crédito** (Stiglitz-Weiss, 1981): un tipo más alto atrae a los más arriesgados [3.A.13]; pymes, las primeras sin crédito [4.A.8]; ICO, ENISA [4.A.20].
- *Recapitulación*: la deuda es más barata y no quita control, pero obliga; los fondos propios cuestan más, pero amortiguan.

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal

II. Aproximación financiera: estructura óptima *13′30″*

Con mercados perfectos la estructura no importa: el valor lo crean los activos. Importa por las fricciones: impuestos (a favor de la deuda), insolvencia y agencia (la frenan), información asimétrica (ordena las fuentes).

II.1. ¿Qué es la estructura financiera?

- Proporción entre las fuentes a *valor de mercado* ($L = V_D/V$, peso; V_D/V_E, ratio):

$$V = V_E + V_D$$

- **Palanca financiera** (contable) [3.B.2]:

$$\text{ROE} = \left[\text{ROA} + \frac{V_D}{V_E}(\text{ROA} - r_D)\right](1 - t_{IS})$$

  - ↑ ROE si ROA > r_D; siempre amplifica (*riesgo financiero*).
  - Ej.: 600 FP + 400 al 5 %, ROA 10 % ⇒ ROE 13,3 % (antes de imp.). Más ROE ≠ más valor.

II.2. El coste de capital

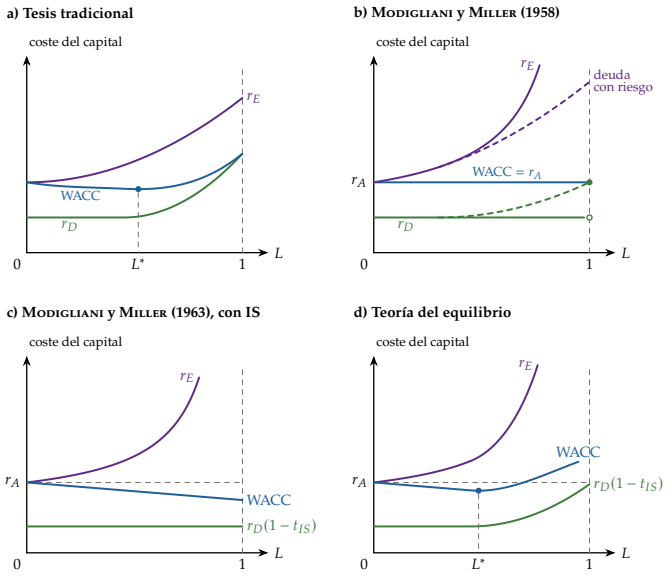
- r_D menor (cobran antes); $r_E = r_f + \beta_E \lambda_M$ [3.B.23]; reservas, también r_E.
- **WACC**, pesos de mercado:

$$\text{WACC} = r_E(1 - L) + r_D(1 - t_{IS})L$$

  - Sin impuestos = r_A; flujos dados: máx. valor = mín. WACC.
  - r_E sube con L: $\beta_E = \beta_A[1 + (1 - t_{IS})V_D/V_E]$ (Hamada, 1972).

II.3. La estructura financiera óptima

- La que minimiza el WACC y maximiza V. ¿Existe? Tradicional: sí; MM: no; modernas: sí, por fricciones.



Coste del capital frente a L: a) tradicional; b) MM 1958; c) MM 1963; d) equilibrio

a) Perspectiva tradicional (Durand, 1952)

- Extremos: *resultado neto* (100 % deuda) y *de explotación* (WACC constante).
- Tradicional: r_E convexa; r_D luego creciente; WACC en U con mínimo en L^*.
- Describe, no explica por qué el mercado pagaría por el reparto.

b) Modigliani-Miller (1958) y extensiones

▹ *Idea y supuestos*

- El valor lo crea la *inversión*; la financiación reparte flujos. Aísla *qué* hace importar la estructura.
- *Supuestos*:
  - mercados perfectos: sin impuestos, costes de transacción, emisión ni insolvencia; misma información;
  - *clases de riesgo*; *mismo tipo para empresas e inversores* (crucial);
  - expectativas comunes; nada sobre la aversión al riesgo.

▹ *Proposiciones*

- **I**: el valor no depende de la estructura. **II**: r_E lineal en V_D/V_E:

$$V_L = V_U \qquad r_E = r_A + (r_A - r_D)\frac{V_D}{V_E}$$

- **Arbitraje** y **apalancamiento casero**: el inversor replica o deshace la deuda.
  - Ej.: V_U = 1.000; si V_L = 1.100, vender 1 % de L, pedir 4 y comprar 1 % de U: misma renta y sobra 1.
  - $r_E = 10 + 5 \cdot \frac{2}{3} = 13{,}3$ %; WACC = 10 % = r_A.
- Deuda con riesgo: r_D ↑ hasta r_A; r_E cóncava; WACC plano.
- *Implicaciones*: irrelevancia; *separación*: invertir si rinde más que r_A, sin mirar la financiación [3.A.34].
  - Pizza de Miller: más trozos no dan más pizza; «los mismos perros con distinto collar».

▹ *Extensión: impuestos*

- *MM (1963)*: **escudo fiscal** $t_{IS} r_D V_D$, a r_D:

$$V_L = V_U + t_{IS}V_D; \quad \text{WACC} = r_A(1 - t_{IS}L)$$

  - Ej.: V_U = 750, V_L = 850, WACC 8,8 %. Llevaría a ≈100 % de deuda.
- *Miller (1977)*: impuestos personales t_D, t_E:

$$V_L = V_U + \left[1 - \frac{(1 - t_{IS})(1 - t_E)}{1 - t_D}\right]V_D$$

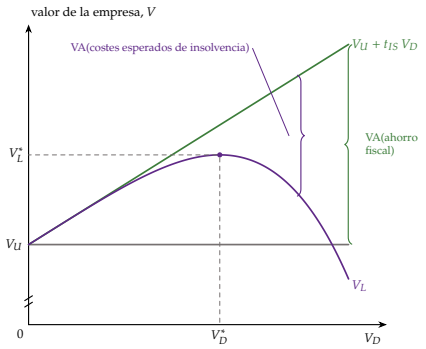
  - $t_D > t_E$: ventaja menor; $1 - t_D = (1 - t_{IS})(1 - t_E)$: irrelevancia; óptimo agregado.
  - España: base del ahorro **19-30 %** (LIRPF) ⇒ $t_D \simeq t_E$.

▹ *Extensión: teoría del equilibrio (trade-off)*

- Kraus-Litzenberger (1973): escudo fiscal vs. **costes de insolvencia** (*directos*; *indirectos*, mayores):

$$V_L = V_U + \text{VA(escudo)} - \text{VA(insolvencia)}$$

  - Óptimo en V_D^*: escudo marginal = coste marginal esperado.
  - Ej. con 800: 750 + 200 − 120 = 830 < 850.



Valor frente a deuda: óptimo interior en V_D^*

- *Implicaciones*: más deuda con tangibles, beneficios estables, tipo efectivo alto; objetivo de endeudamiento.

▹ *Evidencia y valoración*

- Costes directos ≈**4 % un año antes** (Warner, 1977); con indirectos **10-20 %** (Andrade-Kaplan, 1998).
- **44 %** (Graham-Harvey, 2002) con objetivo estricto; grado especulativo **24 %** → **48 %** (S&P, 1981-2024).
- No explica que las más rentables tengan *menos* deuda (Graham, 2000).

c) Información asimétrica y agencia

▹ *Costes de agencia (Jensen-Meckling, 1976)*

- *Accionistas-directivos*: la deuda *disciplina*; **flujo de caja libre** (Jensen, 1986); LBO [3.B.4].

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal

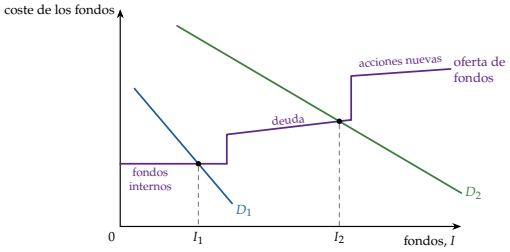
- *Accionistas-acreedores*: la deuda *tienta*:
  - **sustitución de activos** (*risk shifting*): eligen el proyecto arriesgado que destruye valor;
    - Ej.: debe 100; seguro 110 (deja 10) frente a 160/20 (vale 90, deja 30 a los accionistas).
  - **sobreendeudamiento** (*debt overhang*, Myers, 1977): no se financian VAN > 0.
- Control: con impago mandan los acreedores (Aghion-Bolton; Hart-Moore) [3.A.15]; *covenants*.
- Holmström-Tirole (1997): sin FP bastantes no hay crédito aunque VAN > 0; guardar caja y líneas.
- *Implicaciones*: deuda en maduras con caja; peligrosa con oportunidades de crecimiento.
- *Evidencia*: LBO de los 80, ↑ márgenes operativos y valor (Kaplan-Strömberg, 2009).

▸ ***Jerarquía financiera (Myers-Majluf, 1984)***

- *Idea*: la dirección sabe más; emitir acciones = están caras [3.A.13].
- *Modelo*: el mercado paga $\bar{a}$; la buena regala valor; solo emite si

$$\text{VAN} \geq I_0 \, \frac{a_A - \bar{a}}{\bar{a} + I_0 + \text{VAN}}$$

  - Ej.: vale 1.200, el mercado dice 1.000; proyecto 200, VAN 20: regalo ≈33 > 20.
- *Implicaciones*: cotización ↓ al anunciar; **pecking order**: retenidos → deuda → acciones; *holgura financiera*.



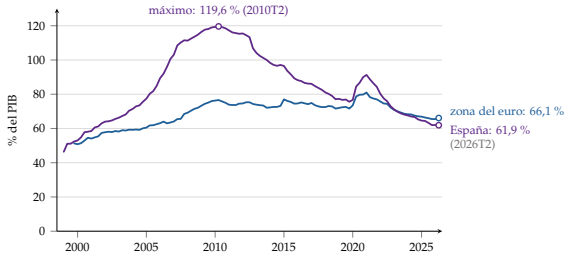
Escalera de la oferta de fondos

- *Extensiones*: deuda como señal (Ross, 1977); *market timing* (Baker-Wurgler, 2002).
- *Evidencia*: ampliación ≈ **−3 %** (Asquith-Mullins, 1986); rentables, menos deuda (Fama-French, 2002).
- *Valoración*: explica rentables poco endeudadas y el castigo a las ampliaciones; no que las tecnológicas jóvenes emitan acciones.
- Teorías complementarias: equilibrio = zona; jerarquía = orden; agencia = cuándo disciplina.
- *Acelerador financiero* (Bernanke-Gertler, 1989): en recesión ↓ riqueza neta, ↑ prima externa, ↓↓ inversión [3.A.37].

Deuda si…	Equil.	Jerarq.	Agencia	Datos
↑ rentabilidad	↑	↓	↑	↓
↑ crecimiento	↓	↑	↓	↓
↑ tangibles	↑	↑	↑	↑
¿Objetivo?	Sí	No	Sí	A medias

d) Factores en la práctica

- *Datos* (G-7; Alemania, excepción en tamaño y rentabilidad): deuda ↑ con tangibilidad y tamaño; ↓ con rentabilidad y crecimiento (Rajan-Zingales, 1995).
- *Directores financieros*: *flexibilidad* (**87 %** (2019)) y *calificación*, antes que el WACC.
- *Fase*: joven, fondos propios; madura, deuda. *Contexto*: fiscalidad, tipos, ciclo, inflación.
- España: deuda SNF **119,6 % (2010)** → **61,9 % del PIB** (BCE, 2026), ya bajo la zona del euro.



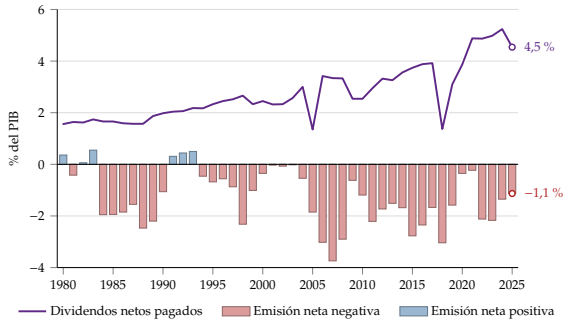
Deuda de las sociedades no financieras (% del PIB)

III. Política de dividendos *6′30″*

Con mercados perfectos y la inversión dada, el dividendo no importa (MM, 1961). Importa por las mismas fricciones: impuestos, información y agencia.

III.1. ¿Qué hacer con los beneficios?

- Retener o repartir: *payout* $1 - b$ [3.B.23].
- **Dividendos**: ordinarios, a cuenta, flexible (*scrip*). **Recompra**: más *flexible*, tributa como plusvalía; autocartera ≤**10 %** (LSC).
- *Hechos*:
  - pagadoras en EE. UU. **66,5 % (1978)** → **20,8 % (1999)** (Fama-French, 2001);
  - recompras S&P 500 **1,02 billones de $ vs. 665.000 M de dividendos** (2025);
  - España: ≈**41.500 M€ de dividendos y 12.500 M€ amortizados** (BME, 2025).



Dividendos y emisión neta de acciones de las SNF de EE. UU. (% del PIB)

- Recompra con mercados perfectos = dividendo; cambia pesos y endeudamiento.

III.2. ¿Por qué se pagan dividendos?

- **Rompecabezas de los dividendos** (Black, 1976).

Los hechos: Lintner (1956)

- 28 grandes empresas: objetivo de reparto, ajuste gradual, casi nunca recortan ($0 < c \leq 1$):

$$D_t - D_{t-1} = c\left[(1 - b^*)\text{BPA}_t - D_{t-1}\right]$$

- Dividendo suave y con retraso; confirmado (Brav et al., 2005): prefieren ajustar recompras.

Señalización, agencia, impuestos

- *Señal*: creíble *porque cuesta* (Bhattacharya, 1979; Miller-Rock, 1985); reacciona al cambio.
  - Evidencia: confirma beneficios pasados más que anunciar futuros (Benartzi-Michaely-Thaler, 1997).
- *Agencia*: quita caja al directivo (Jensen); vuelve al mercado (Easterbrook, 1984).
- *Clientelas* (MM, 1961; Elton-Gruber, 1970); *catering* (Baker-Wurgler, 2004); EE. UU. 2003: **35** → **15 %** (Chetty-Saez) ⇒ dividendos ↑ [4.B.12].
- España: dividendo y plusvalía con la misma escala del ahorro (la plusvalía, al vender); sociedad con ≥**5 %** (LIS): casi exento.
- *Conductual*: cuentas mentales (Shefrin-Statman, 1984): el dividendo se gasta, el capital no se toca.

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal

III.3. ¿Afectan al valor de las acciones?

No: Miller-Modigliani (1961)

- Inversión dada: $r = (D_1 + P_1 - P_0)/P_0$; lo que se reparte de más en D_1 se pierde en P_1.
- *Dividendo casero*: vender o comprar acciones; «los mismos perros con distinto collar».

Sí, en contra: impuestos (Brennan, 1970)

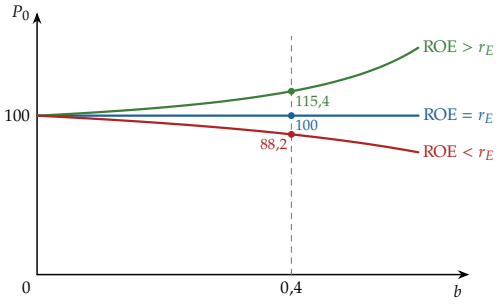
- Repartir poco y recomprar; evidencia mixta (Black-Scholes, 1974; Miller-Scholes, 1978); en España, con la misma escala del ahorro, pierde fuerza.

Depende: Walter

- Solo autofinanciación; $g = b \cdot \text{ROE}$; Gordon-Shapiro [3.B.4]:

$$P_0 = \frac{(1-b)\text{BPA}_1}{r_E - b \cdot \text{ROE}}$$

  - ROE > r_E: retener; =: da igual; <: repartirlo todo.
  - Ej. (BPA 10, r_E = 10 %, b = 0,4): 115,4 (ROE 12 %), 100 (10 %), 88,2 (8 %).
  - No contradice MM: no puede financiarse fuera; crea valor la inversión.



P_0 frente a b según ROE ≷ r_E

Sí, a favor: «pájaro en mano»

- Gordon (1959), Lintner (1962): r_E crece con b. *Falacia* (MM, 1961): el riesgo lo fijan los flujos, no cuándo se reparten.
- Telefónica: el mercado leyó una señal sobre beneficios futuros.

Conclusión 1′

- **Recapitulación**:
  - con mercados perfectos ni la mezcla ni el dividendo cambian el valor;
  - importan impuestos, insolvencia, información y agencia.
- **Relevancia**: tipos y ciclo [3.A.37]; sesgo fiscal [4.B.10]; UAI [3.B.44]; dividendos bancarios [3.B.27]. España: la mitad de deuda/PIB que en 2010, pero dependiente del banco.
- **Extensiones**: [3.B.2] [3.B.4] [3.A.13] [3.A.15] [3.A.34].
- **Opinión**:
  - la flexibilidad financiera es un seguro contra la insolvencia y contra emitir en el peor momento;
  - igualar el trato fiscal de deuda y FP y abrir el mercado a las pymes.
- **Idea final**: la gallina se alimenta primero con lo de casa, se endeuda mientras el ahorro fiscal compense la quiebra y solo conviene dejarle los huevos si los multiplica más deprisa de lo que exigen sus dueños. Telefónica: nadie temía que la mataran, sino que pusiera menos huevos de oro.

Datos clave

- Deuda SNF España: **61,9 % del PIB** (BCE, 2026) (119,6 % en 2010; UEM 66,1 %).
- Renta fija en la deuda: **14 % España; 59 % EE. UU.** (BCE; Fed).
- Grado especulativo: **48 %** (S&P, 2024).
- Recompras S&P 500: **1,02 billones de $** (2025).

Autores y fechas

1952 Durand: tesis tradicional
1956 Lintner: dividendos; Walter
1958 Modigliani-Miller: irrelevancia
1961 MM: dividendos
1963 MM: escudo fiscal
1973 Kraus-Litzenberger: equilibrio
1976 Jensen-Meckling: agencia
1977 Miller: impuestos personales
1984 Myers-Majluf: jerarquía

Preguntas del tribunal

1. **¿Contradice la prop. II a la I?** No: sube r_E, no V.
2. **Si la deuda es más barata, ¿por qué no baja el WACC?** r_E sube justo lo necesario.
3. **¿Por qué no 100 % de deuda?** Insolvencia, agencia, jerarquía, impuestos personales.
4. **¿Por qué cae la cotización al ampliar?** Señal de sobrevaloración: ≈ −3 %.
5. **¿Cuándo crea valor retener?** Si ROE > r_E (Walter).

Ojo en el test

- Prop. II: lineal en V_D/V_E, no en L.
- MM 1963: $V_L = V_U + t_{IS}V_D$.
- Tradicional: r_E convexa; MM con deuda con riesgo: cóncava en V_D/V_E (con L, convexa).
- Reserva legal: 10 % hasta el 20 % del capital.

© 2026 Víctor Gutiérrez Marcos · Exclusivo de victorgutierrezmarcos.es y la app Oposición TCEE · DCE · uso personal