

Ensayos sobre el uso de deuda en la estructura de financiamiento y de la información empresaria

Bruno, Néstor

Introducción

La ventaja del endeudamiento para una empresa que tributa el impuesto a las Ganancias radica en la deducibilidad de los intereses como costos del periodo en la determinación de la ganancia neta sujeta a impuesto.

El flujo de fondos destinado a remunerar a los accionistas aumenta en proporción de la cantidad de intereses pagados, multiplicada por la tasa del impuesto corporativo (1).

Esta magnitud constituye el denominado "ahorro fiscal", que puede ser asimilado a un subsidio que el gobierno otorga a las empresas que eligen financiarse con capital de terceros.

Las implicancias de este tratamiento en la determinación de la estructura de capital no son menores pues aun asumiendo que los inversores en acciones demanden un rendimiento más elevado en función del mayor riesgo financiero que genera una mayor cantidad de deuda (2), el valor de una empresa en condiciones normales aumenta con el endeudamiento (3).

Este hecho posee una importancia marcada en la vida societaria por, al menos, tres motivos:

- La función de los administradores (management) puede ser entendida como orientada a incrementar el valor de la empresa para los accionistas. Por lo que la política de endeudamiento tendrá un lugar preponderante en las decisiones estratégicas de la sociedad.

- Alinear los objetivos del management con los de los accionistas incluyen esquemas de incentivos que relacionan un mayor valor para el accionista con una mayor retribución al management, lo que se reforzaría el atractivo de una política de endeudamiento agresiva.

- Por otra parte, la presencia de deuda puede limitar también acciones que el management tome en perjuicio de los poseedores del capital, toda vez que los primeros poseen información privilegiada sobre la marcha del negocio, conforme a las líneas modernas de investigación en finanzas (4).

El objetivo de este trabajo es presentar los resultados de las principales líneas de investigación empírica sobre la estructura de capital y donde surgen contribuciones centrales no solo al rol que juega la deuda en la misma, sino sobre aspectos menos conocidos que van desde el rol que juega la posibilidad de quiebra en las decisiones de financiamiento hasta su capacidad de mitigar conflictos entre el management y los accionistas, entre accionistas y obligacionistas, y la interpretación de la información que su administración produce.

El trabajo se organiza de la siguiente forma: I. Enfoque "ingenuo" sobre el rol de la deuda, II. Enfoque moderno de Modigliani y Miller (MM), III. Enfoques actuales que evolucionaron desde MM, y IV. Comentarios salientes sobre el rol de la deuda en el financiamiento corporativo.

I. Enfoque "ingenuo" de Williams y Durand

La estructura de capital de una empresa comprende a la combinación de fondos que bajo la forma de títulos de deuda o de capital dispone para poder desarrollar sus actividades.

La emisión dichos títulos compromete la división de los flujos de caja en dos corrientes, una comparativamente más segura destinada a los tenedores de títulos de deuda, y otra comparativamente más arriesgada destinada a los accionistas.

La retribución proviene de los flujos de caja generados por los activos de la sociedad.

La combinación de las diferentes fuentes de financiamiento configura la denominada "estructura de capital" de una empresa.

El análisis de la existencia de una estructura óptima de capital comienza a ser sistematizada a partir de los trabajos pioneros de Williams J. B. [6] y Durand D. [7].

Estos argumentaban que mientras la rentabilidad económica de una empresa (razón entre el resultado antes de intereses e impuestos y la inversión total) fuera mayor al costo de la deuda, incrementar ésta produciría un aumento en el valor de mercado de la firma.

El crecimiento de la deuda estaba acotado hasta el nivel que el mercado considerara razonable.

Superado el mismo, la deuda adicional incrementaría el riesgo, y, por lo tanto sería obtenida a costa de incrementos en la tasa de interés, lo que revertiría el efecto mencionado.

Claramente esta concepción implicaba una importante recomendación de política financiera:

Mientras se observaran los topes normales aceptados por el mercado, toda empresa debería incrementar su endeudamiento, ya que así incrementaría su valor de mercado.

II. Enfoque moderno de Modigliani y Miller (MM)

Surge tempranamente otra visión de la teoría financiera con el trabajo de Modigliani F. y Miller M. H. [1] (MM), cuyas conclusiones en cuanto a recomendación de política financiera poseían diferencias fundamentales con las existentes a la fecha

Estos proponen que las decisiones sobre estructura financiera son irrelevantes, no existiendo, por lo tanto, una estructura de capital óptima.

La idea subyacente en la teoría de MM es que ningún directivo puede esperar un incremento (o decremento) del valor de su empresa simplemente cambiando la estructura de capital.

Las conclusiones a que arribaron se basan, esencialmente, en cuatro premisas básicas:

- a) Todas las firmas pueden ser identificadas de acuerdo con su riesgo inherente,
- b) el endeudamiento privado puede reemplazar al de la empresa,
- c) los inversores tienen información completa sobre los retornos de la empresa en la que invierten,
- d) la política fiscal no trata a la deuda y al capital de forma diferencial.

III. Enfoque actuales que evolucionaron desde Modigliani y Miller (MM)

Resulta relevante a los fines del presente trabajo, dado los años transcurridos y la riqueza de la literatura posterior a MM, mencionar el estado actual de la teoría económica sobre tales premisas, poniendo especial énfasis en la última.

III.1. Todas las firmas pueden ser identificadas de acuerdo con su riesgo inherente

Stiglitz [11] realiza un compendio de las principales críticas y defensas que se realizaron sobre este supuesto, afirmando que, si bien originalmente fue una simplificación que resultó extremadamente útil para el desarrollo del modelo, no jugó en realidad este supuesto un papel preponderante en la elaboración de las conclusiones.

El propone que todo modelo construido en un marco de equilibrio general puede generar fácilmente las hipótesis de irrelevancia de MM.

Resultados como el mencionado dirigieron la atención del enfoque de Riesgo Inherente a enfoques donde la medida relevante fuera el riesgo de quiebra, y los costos de bancarrota asociados a ésta.

Surgen así modelos económicos que contemplan los costos de insolvencia, y que soportan, también la irrelevancia de la política financiera.

Ejemplos de costos de bancarrota son los siguientes (Castanias R. [19]):

- Financiamiento bajo términos y condiciones de naturaleza crecientemente onerosa.
- Pérdida de empleados claves debido a la incertidumbre que provoca en la empresa en general, y en la nómina en particular, la posibilidad de quiebra.
- Corte / interrupciones en la cadena de provisión, ya que los proveedores toman medidas ante la posibilidad de "default".
- Alargamiento de los plazos de cobranzas de créditos y/o disminución de las ventas, debido a la falta de confianza de los clientes.
- Necesidad de realizar activos para disponer efectivo ante la restricción de liquidez.

Pueden ser agrupados en dos clases de costos, conforme a Warner, J. [17] y Chen & Kin [18]:

- Directos: incluyen los pagos a profesionales involucrados y al valor del tiempo gerencial dedicado a la administración de la bancarrota.

— Indirectos: incluyen entre otros a la pérdida de ventas, de beneficios, y la imposibilidad de obtener crédito.

Los costos directos son generados por los acreedores que, ante la posibilidad de disputa por los derechos sobre el patrimonio de la empresa, optan por la aplicación de la regla "me first" (Chen y Kim, ob. cit.).

Los acreedores realizan acciones en un esfuerzo de maximizar el valor de sus derechos para cuando la justicia emita su decisión.

Los costos indirectos, en cambio, representan principalmente oportunidades perdidas, y dependen de las características del mercado y de la forma en que la información se distribuya en este.

Para los agentes económicos propietarios de empresas quebradas las consecuencias de los costos indirectos perduran por más tiempo, ya que la reputación de éste queda dañada y le crea restricciones al acceso a los mercados financieros.

III.2. El endeudamiento privado puede reemplazar al societario

Esta premisa, denominada "Homemade Leverage", es a menudo criticada ya que se contrapone al hecho que muchos individuos estén restringidos en la cuantía del crédito que pueden obtener y, incluso una vez obtenido las condiciones bajo las que obtienen financiamiento las personas físicas en la mayoría de los casos varían de aquellas en las que obtienen las empresas.

Mucha de la literatura financiera posterior a MM ignoró la posibilidad que los individuos sean crédito-restringidos, no porque la evidencia empírica demostrara que tal restricción no existiera, sino por consideraciones teóricas: en un mercado de capitales perfecto y competitivo tal restricción no puede existir. Existen, sin embargo quienes afirman que las restricciones de crédito son lo suficientemente importantes como para ser tenidas en cuenta.

Este punto, al igual que el anterior, se encuentra lejos de tener una respuesta única y consensuada.

III.3. Los inversores tienen información completa sobre los retornos de la firma

La premisa de que todos los participantes de un mercado tienen total e igual información (simétrica) sobre los resultados de las empresas, es crítica en el modelo de MM.

La contrastación empírica señala, en forma sucinta, las siguientes diferencias con la hipótesis mencionada:

- Evidencia tipo I: El management posee información privada y privilegiada acerca de las características de los flujos de fondos futuros o las oportunidades de inversión de una sociedad, y

- Evidencia tipo II: El management pueden tomar acciones que afecten los retornos de aquellos que aportan el capital.

La evidencia tipo I ha dado lugar, con posterioridad a MM, a una profusa literatura, que puede ser agrupada a su vez en al menos dos enfoques:

a) Evidencia Tipo I - Enfoque de Señalización (Signalling)

Los inversores externos analizan las señales que la estructura de capital de las firmas emite, y que informa sobre la clase de proyectos y los retornos implícitos (Ross [21]; Leland y Pyle [22]).

Si el management sabe con anticipación que el resultado de su empresa es favorable, posiblemente quieran señalar su "tipo", en lenguaje de teoría de los juegos, a través de una distribución importante de dividendos a sus accionistas.

Si en cambio saben que las perspectivas futuras de malos eventos son pocas, quizás quieran evidenciarlo a través de la emisión de más deuda.

Sin embargo, la interpretación de las señales se basa en conjeturas y estas pueden llevar a conclusiones erróneas, por lo que no existe en la literatura uniformidad de criterios interpretativos.

b) Evidencia Tipo I - Hipótesis de orden de prelación (Standard Pecking Order Hypothesis)

Esta clase de modelos converge a los resultados conocidos como "Hipótesis del Orden de Prelación" (Myers [23] y Myers y Majluf [24]): existe un orden de prelación en la elección de fuentes de financiamiento, debido a los costos de la información diferencial entre gerentes-propietarios e inversores.

Estos costos se relacionan con una exposición no deseada en el mercado de capitales y al monitoreo que esto implica. Por lo tanto, será preferible, en principio, el autofinanciamiento, luego, si este fuera insuficiente, se recurre al endeudamiento, y solo en última instancia a la emisión de capital accionario.

Respecto a la evidencia tipo II (management tomando acciones que afecten los retornos de los accionista) esta ha dado lugar a modelos en los cuales la estructura de capital es determinada por los Costos de Agencia.

Estos surgen como resultado de negociaciones entre el management (agentes) y los accionistas (principales) con el objeto de asegurar la correcta, y no oportunista, realización del contrato social que los

vincula.

Jensen y Meckling [25] identifican dos tipos de conflictos:

c) Evidencia Tipo II - Entre accionistas (principal) y el management (agente)

El conflicto surge porque estos últimos poseen una nula, o muy baja, proporción de los beneficios de la actividad que administran, aunque asumen el total de los costos generados.

De esta forma los agentes pueden tener incentivos para transferir recursos en forma de beneficios personales (salarios, oficinas mayores, en general "empire building behavior"). Esta ineficiencia se reduce cuando mayor es la porción de capital en manos del gerente, por ejemplo a través de programas de stock options.

d) Evidencia Tipo II - Entre tenedores de deuda (acreedores) y accionistas)

El conflicto se origina en que los contratos de deuda proveen al accionista un incentivo para invertir sesgado: dado que los contratos de deuda generan una situación en la cual, si los retornos de la inversión son largamente mayores al valor de la deuda, los accionistas capturan la mayor parte de las ganancias pero si la inversión resulta un fracaso, dada la existencia de responsabilidad limitada, los acreedores enfrentan las consecuencias en su totalidad.

Como resultado, los accionistas tienen incentivos para invertir en proyectos de elevado riesgo, aun si con eso disminuye el valor esperado de la empresa.

La pérdida de valor por la inversión llevada a cabo puede ser más que compensada por la ganancia en capital a expensas de los acreedores. Los acreedores, previendo esta conducta de inversión sub-óptima, intentarán descontar las potenciales pérdidas a partir de un incremento en el costo del préstamo, conducta esta denominada "efecto sustitución de activos".

En forma simétrica, pero en sentido inverso, en firmas de elevado riesgo y con elevadas probabilidades de quiebra los accionistas no tienen incentivos para contribuir con nuevo capital, aun cuando existan posibilidades de proyectos de inversión que aumenten el valor de la empresa. La razón es que los accionistas perciben que el costo total de la inversión es enfrentado por ellos, pero el beneficio de dicho movimiento podrá ser capturado principalmente por los acreedores, en caso de ocurrir la quiebra (Myers [26])

Dos circunstancias se encuentran estrechamente relacionadas con el problema:

1. Que los mecanismos de limitación de la responsabilidad patrimonial del titular o los socios operan efectivamente.

2. o que dichos mecanismos estén ausentes o no existen.

En la primera situación el manager-propietario puede adoptar comportamientos oportunistas en contra de los acreedores en mayor medida cuanto más amplia sea la libertad de la operación. En las empresas en desarrollo la posibilidad de efectuar inversiones discrecionales deja un mayor espacio a elecciones de endeudamiento sub-óptimas respecto a lo que sucede en empresas de mayor tamaño, donde las inversiones son dadas y no evitables. En consecuencia, los acreedores, conscientes de esta situación, tienden a exigir una mayor remuneración por su capital.

En el caso de que el mecanismo de la limitación de la responsabilidad esté ausente, o no operativo, la hipótesis de que los propietarios adopten comportamientos excesivamente riesgosos tiende a no verificarse, dado que no pueden trasladar los efectos desfavorables del posible fracaso de su iniciativa a los acreedores. El accionista, difícilmente querrá perder su patrimonio, por lo que tenderá a adoptar comportamientos prudentes y responsables.

Si bien en todos estos modelos las situaciones analizadas son extremas, señalan claramente que particularidades de la estructura informativa de la firma pueden producir efectos reales en las empresas.

Se pueden derivar teorías de estructura financiera óptima sobre la base del análisis de los efectos que los problemas de información generan en una empresa.

Resulta especialmente interesante el aporte de Hart [4], ya que concluye que la introducción de una política de endeudamiento que limite la intención de los administradores para perseguir sus propios objetivos a expensas de los dueños resultaría particularmente conveniente a la hora de eliminar conflictos y determinar conductas óptimas dentro de la empresa.

Al igual que en los puntos anteriores, el campo analítico abierto por estos modelos se encuentra aún en

expansión, prometiendo ser un área particularmente rica en desarrollo de elementos útiles para comprender la problemática empresarial desde una óptica económica.

e) La política fiscal no trata a la deuda y al capital de forma diferencial

Resta, por último, analizar la presencia de impuestos y su relación con la estructura de capital.

Dado que los pagos de intereses resultan deducibles en la determinación de los impuestos a las ganancias corporativas, y que, por lo tanto existiría un incentivo para la toma de capital de terceros por sobre el aporte de capital propio, es necesario realizar un análisis desde la óptica de impacto total de la política fiscal entre los participantes de las relaciones: tanto el tomador como del emisor de los instrumentos de deuda / capital.

Los flujos de fondos que retribuyen a los tomadores de los mismos, resultan, simétricamente, materia imponible en el impuesto a las ganancias de ellos, tanto si son títulos de deuda como de capital.

Siguiendo a Miller M. [5] cuando la tasa del impuesto aplicable a las rentas personales resulta menor que la tasa del impuesto a las sociedades, la empresa debería encontrar atractivo endeudarse, pues maximizaría la riqueza de los accionistas y obligacionistas; si lo contrario sucediera, no debería hacerlo, pues la mayor tasa impositiva a la que estarían sujetos los obligacionistas disminuiría el valor de la empresa ya que esta debería intentar atraer obligacionistas pagando mayores tasas de interés.

El racional de esta situación es que los inversores en títulos (acciones o bonos de deuda) poseen estos debido a las posibilidades de consumo futuro que generan, y evalúan el rendimiento de este neto de impuestos. Si, por ejemplo, el impuesto personal sobre dividendos es menor que el impuesto personal sobre intereses, entonces el rendimiento antes de impuestos de los bonos debe ser lo suficientemente grande para igualar la ventaja impositiva.

Así, mientras que es cierto que los dueños de sociedades con leverage pueden deducir los pagos de intereses que hacen a los tomadores de deuda, es cierto también que el impuesto que los tomadores de deuda pagan sobre los intereses ha debido ser incluido en el interés que reciben (gross up).

El hecho que la estructura de financiamiento óptima dependa de las tasas de impuestos, y que diferentes inversores enfrenten tasas impositivas marcadamente diferentes, significa, sencillamente, que diferentes firmas pueden tener diferentes "clientes" para aportar fondos, tanto bajo la forma de capital como deuda.

Resultan particularmente aplicables los conceptos de Modigliani F. [14] en el sentido que en la exploración sistemática de las imperfecciones del mercado se encuentra una de las vías más prometedoras para aumentar el entendimiento sobre la estructura de capital. Y una de las imperfecciones más importantes es la presencia de impuestos: corporativos y personales (a los dividendos y a los intereses financieros).

Creemos que en la práctica la estructura de capital sí importa, que el endeudamiento empresarial crea una ventaja fiscal y dada la existencia de tasas crecientes en el impuesto a las ganancias para la renta personal en nuestro país, y la reciente incorporación del impuesto personal sobre los dividendos, no se lograría, más que en determinados casos, la Irrelevancia Fiscal de la Política de Endeudamiento.

IV. Comentarios salientes sobre el rol de la deuda en el financiamiento corporativo

Desde el punto de vista financiero, la consideración de los intereses de deudas como costos del periodo en la determinación de la utilidad impositiva de las sociedades, determina que el flujo de fondos para los accionistas aumenta en una proporción de la cantidad de intereses pagados.

La deducibilidad de los intereses de deuda es un subsidio que el gobierno otorga a las empresas que eligen financiarse con capital de terceros. Por lo que aumento del endeudamiento, destinado a activos que generen rentabilidad mayor al coste de la deuda, aumentan el valor de la empresa.

Al mismo tiempo que se considera el impacto en los flujos de fondos corporativos, debe considerarse el impacto fiscal sobre las rentas de inversor en títulos corporativos ya que estos los adquieren debido a las posibilidades de consumo futuro que generan, y evalúan el rendimiento de este neto de impuestos. Si, por ejemplo, el impuesto personal sobre dividendos es menor que el impuesto personal sobre intereses, entonces el rendimiento antes de impuestos de los bonos debe ser lo suficientemente grande para igualar la ventaja impositiva.

Vemos entonces que el endeudamiento empresarial crea una ventaja fiscal para la empresa pero que

dada la existencia de tasas progresivas del impuesto a las ganancias para la renta personal en nuestro país, y la reciente incorporación del impuesto personal sobre los dividendos, solo en determinados casos, se verifica la irrelevancia fiscal de la política de endeudamiento, por lo que debe planearse específicamente el impacto impositivo general sobre todos los tipos de títulos que emite la empresa y sobre sus principales receptores de títulos.

Adicionalmente vimos que el uso de deuda obliga a comprometer flujos de fondos que no son condicionales a las etapas de bonanza de una empresa: los intereses se pagan haya o no rentabilidad por lo que su inclusión en la estructura societaria implica la posibilidad de reclamos judiciales en caso de incumplimiento, y somete a rigideces en general al escenario competitivo.

Por otro lado, el management de la empresa tiene información completa sobre los retornos de la firma, y puede obrar en forma oportunista a favor o en contra de los intereses de los tenedores de títulos de la empresa. Tal como surge de los trabajos mencionados en el punto III.3. el ganador del premio Nobel Oliver 2016 Hart [12] considera que una política de endeudamiento puede limitar la intención del management para perseguir sus propios objetivos a expensas de los dueños, que resultaría particularmente conveniente a la hora de eliminar conflictos y determinar conductas óptimas dentro de la empresa.

Los modelos presentados señalan claramente que particularidades de la estructura informativa de la firma pueden producir efectos reales en las empresas.

A pesar de que el autor logra un marco analítico sólido que soporta algunos hechos estilizados observados en finanzas corporativas, los trabajos académicos deben conciliar las siguientes evidencias empíricas:

- Las firmas más rentables exhiben bajo ratio de endeudamiento,
- Las firmas con una proporción grande de activos tangibles exhiben alto endeudamiento,
- Las firmas con cash-flows estables exhiben alto endeudamiento,
- Los swaps de deuda por acciones aumentan el valor de mercado de las acciones,
- Los swaps de acciones por deuda disminuyen el valor de mercado de las acciones,
- y las emisiones de acciones nuevas disminuyen el valor de mercado de las acciones.

Vemos entonces que el campo de investigación actual es amplio y promisorio y trasciende por mucho los puntos de partida iniciales respecto al uso de poca o mucha deuda en la estructura de capital, considerando solo la rentabilidad futura.

Bibliografía

- [1] MODIGLIANI, F. y MILLER M. H., "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the theory of Investment", American Economic Review, 1958.
- [2] DUMRAUF, G., "Finanzas Corporativas. Un enfoque latinoamericano", Ed. Alfaomega, 2010.
- [3] BREALEY, R. y MYERS, S., "Principios de Finanzas Corporativas", Ed. Irwin McGraw-Hil, INC, New York. 2010.
- [4] ROSS, S., WESTERFIELD, R. y JAFFE, J., "Finanzas Corporativas", Ed. Irwin McGraw-Hil, INC, New York.
- [5] HART O., "Firms, Contracts And Financial Structures", Harvard University Press, 1995.
- [6] WILLIAMS J. B., "The Theory Of Investment Value", Harvard University Press, 1938.
- [7] DURAND, D., "Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems in Measurement", NBER, 1952.
- [8] MODIGLIANI, F. y MILLER, M. H., "Corporate income taxes and the cost of capital: A correction", American Economic Review, 1963.
- [9] MILLER M. H., "Debt and Taxes", Journal of Finance, 1977.
- [10] STIGLITZ, J. E., "A re-examination of the Modigliani-Miller Theorem", American Economic Review, 1969.
- [11] STIGLITZ J. E., "Why Financial Structure Matters", Journal of Economic Perspectives, fall 1988.
- [12] ROSS, S., "Comment on the Modigliani-Miller Propositions", Journal of Economic Perspectives, Fall 1988.
- [13] BHATTACHARYA, S., "Corporate Finance and the Legacy of Miller and Modigliani", Journal of

Economic Perspectives, Fall 1988.

[14] MODIGLIANI, F., "MM-Past, Present, Future", Journal of Economic Perspectives, Fall 1988.

[15] MILLER, M. H., "The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years", Journal of Economic Perspectives, Fall 1988.

[16] JEFFREY, R., "Tax Considerations in Investing", Investment Management, Burnstein & Damodaran, Eds. John Wiley & Sons, 1998.

[17] WARNER, J., "Bankruptcy Costs; Some Evidence", The Journal of Finance, vol. XXXII, 1977.

[18] CHEN, A., KIM, H., "Theories of Corporate Debt Policy: A Synthesis", The Journal of Finance, nro. 2, vol. XXXIV, mayo 1979.

[19] CASTANIAS, R., "Bankruptcy Risk and Optimal Capital Structure", Journal of Finance. 38 5, 1617 — 1635, 1983.

[20] DIAMOND, D., "Reputation acquisition in debt Markets", Journal of Political Economy nro. 97, ps. 828-861.1989.

[21] ROSS, S. A., "The Determination of Financial Structure. The Incentive Signalling Approach", Bell Journal of Economics, 8, 23-40, 1977.

[22] LELAND, H, Pyle D., "Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation", Journal of Finance. XXXII, 2 de mayo, 1976, ps. 371-387.

[23] MYERS, S., "The Capital Structure Puzzle", The Journal of Finance nro. 3, vol. XXXIX, julio, 1984.

[24] MYERS, S., MAJLUF, N., "Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have information that investors do not have", Journal of Financial Economics 13, 1984, ps. 187-221.

[25] JENSEN, M., MECKLING N., "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership structure", Journal of Financial Economics, 3, 1976, ps. 305-360.

[26] MYERS, S., "Determinants of Corporate Borrowing", Journal of Financial Economics 5, 1977, ps. 147-175.

[27] APREDA, R., "Corporate Governance in Argentina, before 1991", UCEMA Wp's # 154.

(1) La referencia clásica es F. MODIGLIANI y M. H. MILLER [1].

(2) Ibidem, proposición II.

(3) Existe una cantidad de trabajo empírico y teórico que explora las condiciones bajo las cuales opera el mencionado mecanismo. Podemos mencionar dentro de la literatura usual a DUMRAUF G. [2], BREALEY, R. y MYERS, S. [3] y ROSS, S., WESTERFIELD, R. y JAFFE, J. [4].

(4) HART, O. [5], ganador del premio del Banco Central de Suecia en Memoria de Alfred Nobel, en Economía, conocido popularmente como el Nobel de Economía.

© Thomson Reuters