

88/202

14
Dej



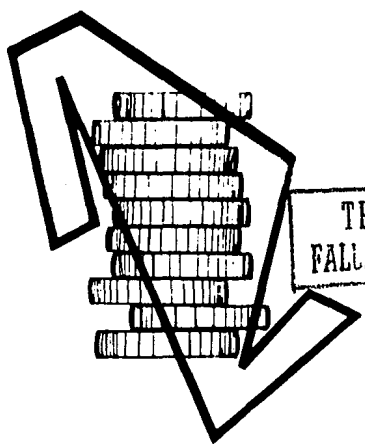
UNIVERSIDAD ANAHUAC

VINCI IN BONO MALUM

ESCUELA DE CONTADURIA Y ADMINISTRACION

CON ESTUDIOS INCORPORADOS A LA UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MEXICO

**EL IMPACTO DEL MANEJO DE LA ESTRUCTURA
DE CAPITAL EN EL VALOR DE MERCADO DE
LA EMPRESA**



TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

SEMINARIO DE INVESTIGACION
QUE PARA OBTENER EL TITULO DE LICENCIADO EN ADMINISTRACION

PRESENTA

JUAN CARLOS HADDAD KAIM

MEXICO

DIRECTOR DEL SEMINARIO
C P MANUEL TORRES RIVERA

1987



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis está protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

INDICE

	Pág.
PROLOGO	I
INTRODUCCION	V
CAPITULO I PLANEACION DE LA INVESTIGACION	1
1.1. TEMA	2
1.1.1. Delimitación del Tema	2
1.1.2. Justificación del Tema	2
1.2. OBJETIVOS	3
1.2.1. Objetivo General	3
1.2.2. Objetivos Específicos	3
1.3. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	4
1.4. DISEÑO DE LA HIPOTESIS	4
1.5. IDENTIFICACION DE VARIABLES	4
1.5.1. Variable Independiente	4
1.5.2. Variable Dependiente	4
1.6. DISEÑO DE LA PRUEBA	5
1.6.1. Investigación Documental	5
1.6.2. Investigación de Campo	5
1.6.2.1. Delimitación del Universo..	5
1.6.2.2. Determinación de la Muestra	5
1.6.2.3. Instrumento de Prueba	6

CAPITULO II	EL COSTO DE CAPITAL	8
2.1.	DEFINICION	9
2.2.	CONDICIONES PARA LA ACEPTACION DE PROYECTOS DE INVERSION	9
2.3.	IMPORTANCIA DEL COSTO DE CAPITAL	10
2.4.	EL COSTO DE CAPITAL BAJO CERTEZA	10
2.5.	EL COSTO DE CAPITAL BAJO INCERTIDUMBRE	10
2.6.	COSTO EXPLICITO DE CAPITAL	11
2.7.	COSTO IMPLICITO DE CAPITAL	11
CAPITULO III	MODELOS DE ESTRUCTURA DE CAPITAL	13
3.1.	CONCEPTOS BASICOS	14
3.2.	MODELO DE DURAND	18
3.2.1.	El enfoque del Ingreso Neto o Utilidad Neta de Durand	19
3.2.2.	El Enfoque del Ingreso Neto en Operación o Utilidad Neta de Operación de Durand	23
3.3.	MODELO TRADICIONAL	27
3.4.	MODELO DE MODIGLIANI Y MILLER	35
3.4.1.	El Proceso de Arbitraje	36
3.4.2.	Las Tres Proposiciones de Modigliani y Miller	39
3.4.2.1.	Proposición I	40
3.4.2.2.	Proposición II	40
3.4.2.3.	Proposición III	41
3.4.3.	Problemas en el Proceso de Arbitraje	41
3.4.4.	Imperfecciones del Mercado	42
3.4.5.	Los Impuestos en el Modelo de Modigliani y Miller	44

	Pág.
CAPITULO IV RELACION ENTRE ESTRUCTURA Y COSTO DE CAPITAL	46
CAPITULO V. RESULTADOS DE LA INVESTIGACION DE CAMPO: LA EXPERIENCIA DE MEXICO	52
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	57
INDICE DE FIGURAS	60
BIBLIOGRAFIA	61

PROLOGO

PROLOGO

Las finanzas de la empresa viven a través de dos -- grandes momentos que nosotros estudiamos como decisiones de inversión y de financiamiento. En la gran decisión de inversión localizamos las técnicas y métodos que nos permitan calificar la bondad de un proyecto aún no contemplado en las cifras de -- la empresa. Es de este modo como se nos presenta el método -- del valor presente, hasta ahora la técnica más moderna para medir el potencial de la creación de efectivo derivado de un proyecto de inversión. Asimismo, concedemos validez a técnicas -- auxiliares como la Tasa Interna de Retorno (TIR), que nos permite calificar porcentualmente la velocidad de recuperación -- del monto de inversión.

Al hablar de dos grandes decisiones, no pretendo marginar decisiones que la administración de las finanzas no puede olvidar; simplemente, ofrezco el panorama en el que se contemplan como grandes decisiones por situar, todas las expectativas dentro de un contexto de marginalidad que de una forma u -- otra afectan el futuro de la empresa. En finanzas no puede -- contemplarse el pasado mas que con un afán de búsqueda de datos que la historia de la empresa pueda mostrar como relevantes. En finanzas, insisto, es el futuro una guía normativa de los actos y decisiones que se toman día con día en la empresa. La empresa se perpetúa por medio de la creación y formación de capital nuevo. La producción de efectivo es el punto determinante en donde se verifican todos los conceptos relacionados -

con la teoría del valor. Aún cuando en la comunidad académica actual y en la profesional se insiste en reexpresar las cifras históricas, en buscar costos de reposición y en una palabra -- REVALUAR activos, es inquietud también de otros estudiosos el preocuparse únicamente por aquello que sostiene la marcha de la empresa, que como fue mencionado anteriormente es la creación de efectivo.

Tomando en cuenta los conceptos mencionados anteriormente, se puede hablar de la segunda gran decisión conocida como financiamiento.

Una de las grandes preocupaciones de autores y aquellos que toman decisiones financieras ha sido la selección de formas de financiamiento; la proporción de cualquier instrumento de deuda contra la proporción de acciones. Antiguamente, se hacia una especie de dicotomía muy simple al hablar del financiamiento por deuda y el financiamiento por acciones. Aún en mercados de capitales más desarrollados que el nuestro se hacia una distinción muy sencilla basada en el principio de -- que lo que no se debía era de los accionistas. El concepto moderno de la decisión de financiamiento evalúa en esencia lo que se ha expuesto como la teoría de la estructura de capital. De esta manera, se han evaluado distintas posiciones de endeudamiento y conjuntamente se ha apreciado de la estructura de capital seleccionada, la repercusión y relación de dependencia con el costo de capital. El camino de las decisiones financieras cuando se interpreta como un panorama de gran visión, se explica fácilmente por las dos decisiones mencionadas calificando la bonanza económica de un proyecto y pretendiendo finalmente imaginar su realización.

Podrá apreciarse en el desarrollo de la teoría expues

ta en mi trabajo, que las conclusiones de los métodos y modelos que se muestran en forma individual, dependen en gran parte de los supuestos que sustenta la presentación del modelo. - La abstracción de situaciones de la vida real no margina los - conceptos derivados de la exposición teórica. La finalidad de la presentación de un modelo es permitir al estudiante la creación de situaciones concretas que permitan aislar condiciones - consideradas secundarias al propósito del modelo. Si concedemos la importancia de la dependencia del COSTO DE CAPITAL a - la estructura de capital seleccionada, encontraremos limitantes a la función de la deuda; de existir independencia entre - el costo de capital y la estructura de capital de la empresa, la limitante por la opción de deuda desaparece.

Siento honra en presentar como parte integrante de - mi trabajo, aquellos conceptos desarrollados por el Prof. Franco Modigliani, coautor del modelo conocido en los textos académicos como el modelo de MODIGLIANI Y MILLER, modelo que ha revolucionado el pensamiento tradicional de la estructura de capital de la empresa, y a casi dos décadas de su presentación - es laureado con el premio Nobel de Economía para el año de - - 1985.

Es por lo anterior, que he decidido perfilar esta investigación hacia una propuesta de Teoría General de Aceptación, que sin la dirección, impulso y apoyo del que fue mi - asesor, maestro y fraternal amigo el Lic. Manuel Torres Rivera, no se hubiese logrado. Para él mi más grande admiración y - - agradecimiento.

INTRODUCCION

INTRODUCCION

Siendo el objetivo primordial de esta investigación, el perfilar hacia una propuesta de teoría general de aceptación, debo manifestar que la información que sirvió de apoyo para su realización, ha sido obtenida de contados libros especializados sobre Estructura de Capital, de datos actuales de la Bolsa Mexicana de Valores y de apuntes de clase del Lic. Manuel Torres Rivera; Profesor Titular del Area de Finanzas de la Escuela de Contadurfa y Administración de la Universidad Anáhuac.

Así, la primera parte de esta propuesta, denominada como investigación documental consta de cuatro capítulos:

Capítulo I. Planeación de la Investigación.

En éste, se presentan los aspectos generales de acuerdo a la metodología aplicada en la realización de este estudio: objetivos, problema, hipótesis y diseño de la prueba incluyendo en este último, el cuestionario utilizado como instrumento de comprobación.

Capítulo II. El Costo de Capital.

La realización de este apartado tiene como propósito fundamental el proporcionar al estudiante los elementos teóricos -- principales sobre el costo de capital y decisiones de inversión,

para poder comprender la exposición de los modelos de Estructura de Capital que abarca el siguiente capítulo.

Capítulo III. Estructura de Capital.

En este capítulo, es donde presento los diferentes modelos de Estructura de Capital y su aplicación práctica con ejemplos numéricos. El tratamiento que se le da en forma individual a cada modelo, es con el objeto de interpretar la importancia y trascendencia que poseen en su relación con el costo de capital en forma separada en el Capítulo IV, además de considerarse como la forma mas clara y sencilla de exponer esta materia en términos pedagógicos.

Capítulo IV. Relación entre Estructura y Costo de Capital.

Muestro en este capítulo, la influencia o incidencia directa que tiene el costo de capital en la Estructura de Capital, y por consiguiente en el valor de mercado de la empresa, para cada uno de los modelos expuestos en el capítulo anterior.

Capítulo V. Resultados de la Investigación de Campo: La Experiencia de México.

Expongo en este último apartado, los resultados obtenidos de la Investigación de Campo y aprovecho para situar mi propuesta dentro del contexto de la empresa mexicana y las disyuntivas que presenta nuestro país como ente económico en vías de crecimiento.

Para finalizar, las conclusiones; que son de hecho, una serie de reflexiones en las que se conjugan los resultados obtenidos en mi investigación. Además manifiesto ahí, mi clara pre-

ferencia en uno de los modelos que precisamente sostiene mi propuesta, y cómo es obvio de entender, me reservo hasta esas líneas el nombre de éste.

CAPITULO I
PLANEACION DE LA INVESTIGACION

1.1. TEMA

"El Impacto del Manejo de la Estructura de Capital en el Valor de Mercado de la Empresa".

1.1.1. DELIMITACION DEL TEMA

El Impacto del Manejo de la Estructura de Capital y su Costo en el Valor de Mercado de la Empresa dentro del contexto de mercado de capitales perfectos.

1.1.2. JUSTIFICACION DEL TEMA

Dada la actual necesidad de prepararnos en esta década y en las futuras para:

- a) Resolver los obstáculos que presentan la deuda externa y las opciones nuevas de financiamiento.
- b) Evitar quebrantos e insolvencias financieras del aparato productivo del país, he decidido desarrollar una investigación que se perfila hacia una Propuesta de Teoría General de Aceptación, basada en planteamientos hipotéticos sólidos dentro del contexto de Mercado de Capitales Perfectos.

1.2. OBJETIVOS

1.2.1. OBJETIVO GENERAL

Determinar el impacto del manejo eficiente de los diferentes componentes de la estructura de capital en el valor de mercado de las empresas, dentro de un contexto de mercado de capitales perfectos, con la pretensión de perfilar una Propuesta de Teoría General de Aceptación.

1.2.2. OBJETIVOS ESPECIFICOS

- Medir el valor de mercado de la empresa como costo de oportunidad.
- Ofrecer alternativas de financiamiento.
- Demostrar la dependencia de la estructura de capital con el costo de capital.
- Ofrecer opciones de estructuras óptimas de capital.
- Analizar las ventajas de las rentas variables.
- Considerar la presencia de impuestos dentro del arbitraje financiero.
- Señalar la importancia de la sustitución de la deuda corporativa por deuda personal.
- Evaluar la posibilidad en nuestro país, de minimizar las operaciones de renta fija y provocar el incremento de las de renta variable.
- Señalar las posibles opciones de fusión y combinación -

de empresas, mediante el manejo eficiente del valor de mercado de la deuda y valor de mercado de las acciones.

1.3. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

¿Qué implicación tiene el manejo de los componentes de la Estructura de Capital dentro del análisis del valor de mercado de las empresas de nuestro país, tanto en la década presente como en las futuras?

1.4. DISEÑO DE LA HIPOTESIS

El eficiente manejo de los componentes de la Estructura de Capital en las empresas de nuestro país, habrá de permitir llegar al verdadero valor de mercado dando lugar a la fusión y combinación entre empresas, evitando así los quebrantos e insolvencias financieras.

1.5. IDENTIFICACION DE VARIABLES

1.5.1. VARIABLE INDEPENDIENTE

El eficiente manejo de los componentes de la Estructura de Capital en las empresas de nuestro país, ...

1.5.2. VARIABLE DEPENDIENTE

... habrá de permitir llegar al verdadero valor de mercado dando lugar a la fusión y combinación entre empresas, evitando así los quebrantos e insolvencias financieras.

1.6. DISEÑO DE LA PRUEBA

Aplicando la metodología propuesta por el Centro de Investigación de la Escuela de Contaduría y Administración de la Universidad Anáhuac, se intentará probar o disprobar el planteamiento hipotético antes consignado.

1.6.1. INVESTIGACION DOCUMENTAL

La presente investigación requiere de información reciente principalmente extranjera debido a los grandiosos avances que en esta materia han tenido otras naciones, además del asesoramiento de especialistas en el área.

1.6.2. INVESTIGACION DE CAMPO

Se llevará a cabo mediante:

- 1) El análisis de la Estructura de Capital de las empresas activas de bolsa mas importantes.
- 2) La aplicación de un cuestionario a los directores del área de finanzas de las mismas empresas.

1.6.2.1. DELIMITACION DEL UNIVERSO

Las empresas activas de la Bolsa Mexicana de Valores.

1.6.2.2. DETERMINACION DE LA MUESTRA

La muestra comprende dos empresas por lo menos, de cada sector considerado como prioritario, en la República Mexicana.

1.6.2.3. SE BASA PRINCIPALMENTE:

- 1) En el análisis de los Estados Financieros de las empresas activas de bolsa más importantes de cada sector económico de nuestro país.
- 2) En la aplicación de un cuestionario abierto a los directores del área de finanzas de dichas empresas:

EMPRESA: _____
NOMBRE: _____
PROFESION: _____
PUESTO: _____
DIRECCION: _____
TELEFONO: _____

Pregunta No. 1

¿Es la planeación de la Estructura de Capital de la empresa, una actividad más ardua en periodos de crisis?

Pregunta No. 2

En busca de la optimización de la Estructura de Capital de una empresa, ¿cuál de las dos opciones: deuda o acciones elegiría usted y por qué?

Pregunta No. 3

Si de las opciones de financiamiento en tiempo de crisis, se seleccionara la utilización de la deuda como mejor alternativa, ¿qué tan fácil o difícil se presentaría el panorama de aceptación en los mercados actuales?

Pregunta No. 4

¿Qué importancia considera usted que tiene el costo de capital como medida de riesgo?

Pregunta No. 5

¿Usted piensa que el costo de capital depende de la Estructura de Capital seleccionada?

(Ver capítulo V).

CAPITULO II
EL COSTO DE CAPITAL

2.1. DEFINICION

El costo de capital es la tasa de rendimiento que debe obtener una empresa sobre sus inversiones, para que su valor en el mercado permanezca sin alteración. La aceptación de proyectos con una tasa de rendimiento por debajo del costo de capital disminuye el valor de la empresa.

2.2. CONDICIONES PARA LA ACEPTACION DE PROYECTOS DE INVERSION

La maximización del valor presente neto de la empresa - depende de tres criterios de inversión. En otras palabras, un proyecto debe ser aceptado si:

- a) El valor presente neto es positivo, es decir, cuando las corrientes en ingresos y en gastos se descuentan a una tasa K , que mide el costo de capital. O bien, un valor terminal que denote beneficios mayores a los desembolsos originales netos de capital. Ambos capitalizados al costo de capital K .
- b) Cuando la razón COSTO-BENEFICIO es mayor que la unidad, en donde beneficios y costos incrementales se descuentan al costo de capital K .
- c) Cuando la tasa interna de rendimiento p es mayor -- que la tasa externa (costo de capital) K ; esto es, costo de oportunidad.

2.3. IMPORTANCIA DEL COSTO DE CAPITAL

El costo de capital es la medida básica del desarrollo financiero y determina la aceptabilidad de todas las oportunidades de inversión. La naturaleza fundamental del concepto puede confirmarse por referencia a K como la tasa de rendimiento mínima requerida. El término COSTO DE CAPITAL se refiere directamente a la forma en que K se deriva, por la disponibilidad y el costo de las fuentes de fondos para un propósito específico y durante un período determinado.

2.4. EL COSTO DE CAPITAL BAJO CERTEZA

El costo de capital K se establece como igual a la tasa de interés en condiciones de completa certeza. Por lo que, todas las proposiciones que prometen un cierto $p > i$ deberían aceptarse. Pero, en un mundo de certeza, difícilmente se presenta alguna diferencia entre pasivo y capital contable. Los rendimientos de un proyecto son tan ciertos como el costo de capital derivado de una deuda. Sin embargo, debemos solucionar dos problemas: la medición del costo de capital y su incorporación en el análisis. En condición de certeza, el primer problema se resuelve con $K = i$ y la incorporación del costo de capital en el análisis, con la técnica del valor presente neto, que calcula la tasa de descuento del costo de capital y que considera la misma decisión que la razón de costo beneficio descontado para proyectos mutuamente excluyentes, mediante la investigación de si la inversión incremental produce un valor presente neto positivo.

2.5. EL COSTO DE CAPITAL BAJO INCERTIDUMBRE

Bajo este supuesto, los rendimientos esperados de un --

proyecto de inversión, aunque valiosos, están sujetos a incertidumbre. Y los costos reales de un proyecto se evalúan conforme a parámetros también sujetos a incertidumbre. Por otra parte, los costos contractuales de un proyecto, es decir, interés y reembolso de los fondos solicitados en préstamo, se expresan rigurosamente y de modo certero. En otras palabras, no es posible medir la productividad mediante la comparación de estimaciones inciertas de beneficios con costos ciertos. Además el capital externo o internamente adquirido proporciona una gran parte de financiamiento. No puede por lo tanto, identificarse el costo de capital con la tasa de interés del mercado.

2.6. COSTO EXPLICITO DE CAPITAL

Es la tasa de descuento, que iguala los valores presentes de los flujos de entrada y de salida incrementales asociados con una oportunidad de financiamiento. Es la tasa de rendimiento de los flujos de efectivo generados por la oportunidad de financiamiento específica y puede decirse que el costo explícito de capital para un préstamo que no causa intereses, es igual a "0".

2.7. COSTO IMPLICITO DE CAPITAL

Es un concepto de costo de oportunidad, abarca las tasas de rendimiento esperadas sobre otras inversiones de la empresa o de los accionistas. Ya que los costos implícitos de capital representan aplicaciones alternativas de los fondos de la empresa, no surgen hasta que se invierten o aplican los fondos adquiridos. Por lo tanto, podemos definir el costo implícito de capital como la tasa asociada con la mejor oportunidad de inversión para la empresa y sus accionistas.

Es obvio que los costos implícitos y explícitos son los dos componentes del costo de capital.

Los conceptos y razonamientos expuestos en los apartados de este capítulo II, son meramente introductorios para poder comprender la propuesta a una teoría general de aceptación que se expone posteriormente.

CAPITULO III
MODELOS DE ESTRUCTURA DE CAPITAL

3.1. CONCEPTOS BASICOS

Dentro del análisis del costo que resulta de la combinación de deudas y de capital, debemos de partir de tres hipótesis:

- a) Que las utilidades esperadas en el futuro provenientes de las inversiones incrementales sean de la misma calidad; en cuanto al contenido de riesgo, que las utilidades derivadas de los activos presentes.
- b) Que los impuestos sobre ingresos de la empresa y la deducción de los pagos de intereses no afecten las decisiones financieras; o bien, que mi propuesta se exprese sobre tasas netas de impuestos.
- c) . Que el financiamiento de las inversiones incrementales se realice en forma tal, que cuando la compañía emprenda capitalizaciones mantenga un equilibrio entre la proporción de deudas y de capital contable.

Aún queda por comentar el efecto que tienen los cambios en la capitalización de la empresa sobre la calidad de sus utilidades; es decir, el cambio que sufren las tasas de capitalización conforme a las modificaciones por una mayor proporción de deudas o de capital contable como resultado de una inversión incremental en la estructura de capital de la empresa. Para lo cual es necesario también entender que una propuesta se financiará con un nuevo préstamo.

Los cambios en la palanca financiera no modifican el -- criterio para decidir respecto a las propuestas de inversión, - es decir, se aceptará una proposición si cumple con la condi- ción $X = 5.4$ ó $X = 5.5$. Sin embargo hasta el punto en que los cambios en las proporciones de palanca financiera afecten la calidad en las utilidades esperadas, los valores de las tasas de capitali- zación K_o , K_e y K_d también se modificarán.

Nomenclatura.

Entendido por:

$$K_d = \frac{C_d}{P_d}$$

El interés sobre las deudas de la empresa. Puede defi- nirse como la tasa de capitalización del mercado aplicable a la corriente menos incierta de ingresos de la empresa.

C_d

Costos anuales de intereses sobre la deuda.

P_d

Valor de mercado de la deuda pendiente.

$$K_e = \frac{NI}{PE}$$

Representa el rendimiento sobre el capital contable de- la empresa. Es la tasa a la cual el mercado capitaliza la co- rriente residual de ingresos, que corresponde a los propieta- rios o accionistas de la empresa.

NI

Ingreso neto anual esperado sobre el capital contable.

Pe

Valor de mercado del capital contable (acciones).

$$Y \quad K_o = \frac{NOI}{Pr}$$

Representa el rendimiento sobre el capital total de la empresa, es decir, pasivos y capital contable. Refleja la calidad de las corrientes de ingresos en operación, puesto que las afectan tanto el riesgo del negocio como el riesgo financiero.^{1/}

NOI

Ingreso neto anual en operación esperada.

Pr

Valor total de mercado de la empresa.

Estas tres tasas se relacionan secuencialmente, secuencia que determina el grado de incertidumbre implícito en su corriente asociada de ingresos. Esto significa, que podemos por ejemplo, esperar que la empresa tenga una probabilidad menor de obtener las utilidades netas en operación esperadas (NOI), que de alcanzar las utilidades mínimas requeridas, para cumplir con los cargos por intereses (Cd). Por lo tanto $K_o > K_d$. Y por-

^{1/} Aparece cuando la empresa admite deudas en su capitalización.

el mismo razonamiento $K_e > K_o > K_d$.

Esta relación secuencial, naturalmente, no indica otra cosa sino la apreciación de que, ya que las corrientes de utilidades esperadas sobre el capital contable son más inciertas que los respectivos cargos por intereses, el mercado descuenta las corrientes del ingreso neto y del ingreso neto en operación a tasas más altas. Por lo que, ya que los accionistas (propietarios) en la empresa están sujetos a un riesgo mayor que los acreedores, esperan un rendimiento más alto sobre su inversión.

Ingreso Neto en Operación e Ingreso Neto.

Es importante entender para lo anterior que NOI (ingreso neto en operación o utilidad neta en operación o rendimiento sobre el capital total), se refiere a las utilidades totales -- que la empresa obtiene después de realizar una adecuada provisión para depreciación; y que NI (ingreso neto o utilidad neta), se refiere al rendimiento que obtienen los accionistas después de realizar una adecuada deducción por los costos de los intereses sobre los fondos solicitados en préstamo. En ausencia de deudas, NOI y NI son iguales. Pero si se admite un préstamo en la capitalización de la empresa, afecta tanto a la calidad como a la cantidad del ingreso neto.

Debo incluir en este momento, el Cuadro General Explicativo que en lo sucesivo permitirá al lector situarse dentro del contexto MERCADO-EMPRESA que sustenta mi propuesta.

(Retornos) =		<table style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr> <td style="width: 50%; text-align: center; border-bottom: 1px solid black;">MERCADO</td> <td style="width: 10%; text-align: center; border-bottom: 1px solid black;">← →</td> <td style="width: 40%; text-align: center; border-bottom: 1px solid black;">EMPRESA</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center; border-bottom: 1px solid black;">K_e</td> <td style="text-align: center; border-bottom: 1px solid black;">=</td> <td style="text-align: center; border-bottom: 1px solid black;">K_e</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center; border-bottom: 1px solid black;">K_d</td> <td style="text-align: center; border-bottom: 1px solid black;">></td> <td style="text-align: center; border-bottom: 1px solid black;">K_d</td> </tr> <tr> <td style="text-align: center; border-bottom: 1px solid black;">K_o</td> <td style="text-align: center; border-bottom: 1px solid black;">></td> <td style="text-align: center; border-bottom: 1px solid black;">K_o</td> </tr> </table>	MERCADO	← →	EMPRESA	K _e	=	K _e	K _d	>	K _d	K _o	>	K _o		= (Costos)
MERCADO	← →	EMPRESA														
K _e	=	K _e														
K _d	>	K _d														
K _o	>	K _o														

J.C. HADDAD 85.

El cuadro anterior, expone claramente que lo que para el mercado significa un retorno o rendimiento; para la empresa se traduce en un costo.

Con la nomenclatura antes establecida, podemos entender que el retorno esperado por los accionistas (K_e) es un costo -- real para la empresa. Así mismo, el costo de la utilización de la deuda (K_d) debiese ser optimizado por la empresa y por consiguiente ser menor. Esto, nos lleva de inicio a suponer que el Costo de Capital empresarial debe ser menor al del mercado puesto que el costo de la deuda es más bajo. La interpretación del Costo de Capital se deriva inmediatamente de la proporción y -- costo que K_e y K_d obtienen en el mercado y en la empresa.

Como veremos más adelante, el Cuadro General Explicativo de Haddad, puede sufrir modificaciones en la medida en que la empresa se exponga ante situaciones de extremo endeudamiento.

3.2. MODELO DE DURAND

Antes de exponer los dos puntos de vista que Durand -- plantea sobre las tasas de capitalización del mercado, es importante definir el apalancamiento o palanca financiera como la -- elemental circunstancia de capitalización de una empresa que -- comprende únicamente deudas y capital contable.

Auxiliándonos de la terminología antes expuesta podemos definir a la palanca financiera (L), en base a tres indicadores:

$L = \frac{Pd}{Pe}$ = razón de deudas a capital contable, a -- sus valores de mercado.

$L = \frac{Pd}{Pd + Pe}$ = razón de deudas a capital total.

6

$L = \frac{Cd}{NOI}$ = razón de costos de la deuda, a ingreso - neto en operación.

La primera fórmula, razón de deudas a capital contable, a sus valores de mercado, se emplea comúnmente para medir los efectos que tendría un cambio en la razón de deudas sobre los valores de K_e , K_o y K_d . Con el objeto de facilitar el análisis, se asume que la palanca financiera no afecta a K_d y que la estructura general de las tasas de mercado permanece constante. Por lo tanto, la palanca financiera únicamente afectará a K_o y K_e . Es aquí, donde no se puede exponer inequívocamente el tema del efecto de la palanca financiera sobre las tasas de capitalización del mercado; por lo que los dos puntos de vista de Durand sobre el problema son requeridos.

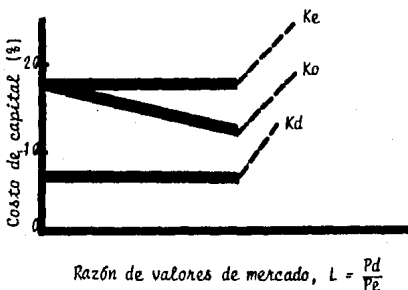
3.2.1. EL ENFOQUE DEL INGRESO NETO O UTILIDAD NETA DE DURAND

Capitaliza el ingreso neto de la empresa a una tasa constante de capitalización del capital contable K_e , independientemente del nivel de la palanca financiera, al menos hasta una alta razón de deudas.

Este enfoque supone que la tasa de capitalización del capital contable K_e permanezca constante dentro de un rango relevante, y consecuentemente, la tasa general de capitalización K_o comprende dentro del mismo rango a la tasa $K_{ox} = K_e X_1 + K_d X_2$. Como resultado, el valor total de mercado de la empresa, P_r , varía directamente con la palanca financiera, dentro del rango relevante.

Esto surge como resultado del empleo de deudas de bajo costo. Obviamente, existirá una razón de deudas a capital contable después de la cual las tres tasas de capitalización aumentarán; en este punto, P_r y L varían inversamente. El enfoque del ingreso neto se muestra gráficamente a continuación.

Figura 3.1 Utilidad Neta de Durand



Para ilustrar el método de utilidad neta podemos asumir que una empresa mantiene una deuda de \$ 3 000 al 5% y que el ingreso neto anual de operación esperado es de \$ 1 000 y que la tasa de capitalización del capital aportado por accionistas o -

rendimiento sobre el capital contable de la empresa es del 10% = Ke. Por lo que podemos calcular el valor total de mercado de la empresa Pr de la siguiente manera:

\$ 3 000 al 5%

y si $K_{ox} = K_e X_1 + K_d X_2$

$$K_o \frac{NOI}{P_r} = K_e \frac{NI}{P_e} + K_d \frac{C_d}{P_d}$$

entonces:

$$\begin{aligned} NOI - C_d &= NI \\ 1\ 000 - 150 &= 850 \end{aligned}$$

teniendo:

$$\begin{aligned} NOI &= 1\ 000 \\ C_d &= \underline{150} \\ NI &= 850 \\ K_e &= \underline{0.10} \\ P_e &= 8\ 500 \\ P_d &= \underline{3\ 000} \\ P_r &= 11\ 500 \end{aligned}$$

$$\text{Por lo que } K_o = \frac{NOI}{P_r} = \frac{1\ 000}{11\ 500} = 8.69\%$$

Si la deuda (Pd), aumentáse a 6 000:

$$\begin{aligned} NOI &= 1\ 000 \\ C_d &= \underline{300} \\ NI &= 700 \\ K_e &= \underline{0.10} \end{aligned}$$

$$Pe = 7\ 000$$

$$Pd = \underline{6\ 000}$$

$$Pr = 13\ 000$$

Por lo que,

$$Ko = \frac{1\ 000}{13\ 000} = 7.69\%$$

Con lo cual demostramos que aumentando el valor de mercado de la deuda (Pd); la estructura de capital se optimiza al disminuir el costo de capital (Ko) de 8.69 a 7.69%.

Bajo el método de la utilidad neta, la empresa puede incrementar su valor y al mismo tiempo disminuir su costo de capital, en la medida en que se aumenta el nivel de endeudamiento. Como resultado el precio por acción aumenta. En nuestro ejemplo tenemos:

$$Pe = 8\ 500$$

$$\underline{\hspace{2cm}} = \$ 10$$

$$\text{No. de Acciones} = 850$$

Con un incremento de deuda a \$ 3000, eliminamos 300 acciones, por lo que 850 acciones menos 300 acciones es igual a 550 acciones, entonces el valor de mercado de las acciones (Pe) 7 000 en 550 acciones nos da un precio por acción de 12.72 pesos.

Gráficamente, también pudimos observar como el costo de capital se optimiza en la medida en que se acerca al costo de la deuda (Kd), conforme avanza el nivel de endeudamiento de la empresa, representado por la proporción Pd/Pe. Lo crítico de este método es que tanto Ke como Kd se mantienen constantes.

Con el avance de la deuda se obtienen fondos más baratos provenientes de la misma, esto significa que el costo promedio representado por K_0 , tenderá a acercarse a K_d , es decir, que la estructura óptima de capital se obtiene en el punto en que el valor de mercado de la empresa es el máximo y el costo de capital el mínimo.

Lo anterior nos obliga a pensar que en forma continua - se podrá disminuir el costo de capital con el uso de la deuda, - no obstante, otro aspecto crítico es que a niveles elevados de endeudamiento, los accionistas y acreedores institucionales intenten penalizar a la empresa exigiéndole un retorno mayor al - estimar que la empresa se torna más riesgosa conforme el proceso de endeudamiento avanza.

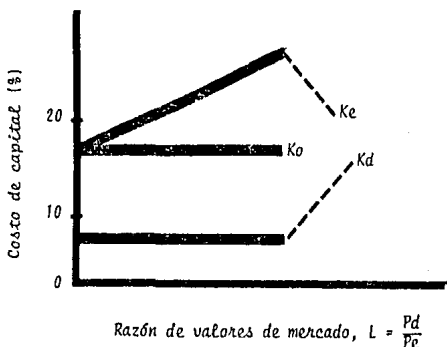
3.2.2. EL ENFOQUE DEL INGRESO NETO EN OPERACION O UTILIDAD NETA DE OPERACION DE DURAND

Este enfoque capitaliza el ingreso neto en operación de la empresa a una tasa general constante de capitalización K_0 , - independientemente del nivel de la palanca financiera, al menos hasta una muy alta razón de deudas a capital contable. Sin embargo, esto pudiese ocurrir únicamente si la tasa de capitalización del capital contable K_e variara directamente con la palanca financiera. La razón que fundamenta este enfoque es que - cualquier aumento en el ingreso neto de la empresa originado en el empleo de una deuda de bajo costo se compensa por una equivalente disminución en la calidad de las utilidades.

Como resultado, el valor total de mercado de la empresa P_r permanece constante por sobre el rango significativo de las estructuras de capital.

El enfoque del ingreso neto en operación lo muestro en la siguiente gráfica.

Figura 3.2 Utilidad Neta de Operación de Durand



Se podría decir que no existe una estructura de capital óptima en este modelo, debido a que K_o es constante, o bien, -- que todas son estructuras óptimas.

Con el mismo ejemplo del modelo anterior, pero buscando ahora P_r y no P_e ; tenemos:

$$\begin{aligned} \text{NOI} &= 1\ 000 \\ K_o &= \frac{0.10}{1} \\ P_r &= 10\ 000 \\ P_d &= \frac{3\ 000}{1} \\ P_e &= 7\ 000 \end{aligned}$$

Entonces, si $K_e = \frac{NI}{P_e} = \frac{850}{7000} = 12.1\%$; obtenida en forma implícita, siendo que:

$$K_e = K_o + (K_o - K_d) \frac{P_d}{P_e}$$

$$\frac{NI}{P_e} = \frac{1\ 000}{10\ 000} + \left(\frac{1\ 000}{10\ 000} - \frac{150}{3000} \right) \frac{3\ 000}{7\ 000}$$

$$\frac{NI}{P_e} = .10 + (.10 - .05) (.4285)$$

Por lo tanto:

$$NI = 850 \text{ y } K_e = 12.1\%$$

Si existiese un incremento en fondos más baratos de la deuda se contrarresta K_e :

$$NOI = 1\ 000$$

$$K_o = \underline{0.10}$$

$$Pr = 10\ 000$$

$$P_d = \underline{6\ 000}$$

$$P_e = 4\ 000$$

Y siendo, que:

$$NOI - (P_d \times Cd) = NI$$

$$1\ 000 - (6\ 000 \times 5\%) = NI$$

$$1\ 000 - (300) = 700$$

entonces:

$$K_e = \frac{700}{4\ 000} = 17.5\%$$

y analizando el precio de las acciones:

$$\frac{7\ 000}{850} = \$ 8.23 \text{ por acción con } P_d = 3\ 000$$

y

$$\frac{4\ 000}{486} = \$ 8.23 \text{ con } P_d = 6\ 000; \text{ ya que con -}$$

un incremento de \$ 3 000 en Pd puedo liquidar 364 acciones con valor de \$ 8.23 cada una.

Como la tasa de K_0 es constante entonces el precio o valor de las acciones también es constante, y por tanto el costo real de la deuda y el costo real del capital aportado por los accionistas es igual.

El aspecto crítico en este modelo, es que K_0 no se altera, por lo que podemos imaginar que el mercado capitaliza a la empresa en general.

En cuanto al valor de mercado de la deuda y al valor de mercado de las acciones es irrelevante, un incremento en fondos supuestamente más baratos, provenientes de la deuda, se contrarresta exactamente con un incremento en K_e , por lo que el promedio entre K_e y K_d no cambia. Conforme la deuda avanza, los inversionistas estiman que la empresa reúne mayores niveles de riesgo y penalizan las acciones exigiendo un retorno mayor, por lo que al mantener constante K_d , K_e se convierte en una función lineal de incremento proporcional.

De acuerdo a este método, el costo real de la deuda y el costo real del capital aportado por accionistas son iguales y están representados por K_0 . El costo de la deuda tiene dos partes; una explícita representada por el interés K_d y otra implícita representada por el incremento en K_e que acompaña al incremento de la deuda.

En virtud de que el costo del capital no puede alterarse por el endeudamiento, este método concluye que no existe una estructura óptima de capital o bien que todas lo son, como ya lo había mencionado anteriormente, puesto que el precio del mer

cado de cada acción no cambia a ningún nivel de endeudamiento.

Estos dos enfoques extremos (Utilidad Neta y Utilidad Neta de Operación de Durand) producen respuestas divergentes al problema de costo de capital y por lo tanto, respuestas diversas a la aceptación o rechazo de un proyecto incremental de inversión. Sin embargo, existen modelos que combinan ambos extremos y que vamos a analizar a continuación.

3.3. MODELO TRADICIONAL

Este modelo presenta una versión más realista del enfoque del ingreso neto, indica que si la palanca financiera se emplea racionalmente, K_e se verá afectada en parte mínima. Por esta razón, para la empresa que mantiene su estructura de capital dentro de los límites de aceptación del mercado de capital, el uso de la palanca financiera puede resultar benéfico. Esto se debe a que el incremento en la tasa de capitalización del capital contable K_e , no compensa por completo el incremento producido en la utilidad neta derivada del empleo de deudas de bajo costo.

Aparentemente, los efectos de una palanca financiera sobre las tasas de capitalización del mercado y el marco fundamental de la valuación constituyen temas centrales en el problema de la optimización de la estructura de capital de la empresa.

El enfoque tradicional asume una postura intermedia entre los dos modelos de situación extrema expuestos anteriormente. Como es de esperarse, los efectos de la palanca financiera son también muy importantes en la determinación de un combinado óptimo de reclamaciones financieras en una empresa; es decir, -

en la estructura de capital. Estableciendo que dicha estructura de capital y su búsqueda; la optimización, es la combinación de pasivos y de capital contable que minimiza el costo de capital de la empresa y que al mismo tiempo aumenta el valor de mercado de la misma.

La combinación financiera es uno de los muchos aspectos que analizar dentro de la estructura de capital, ya que otras dimensiones incluyen diversas decisiones de inversión y usos óptimos de financiamiento, como resultado de estudios en los que existen limitantes impuestas por condiciones ambientales internas y externas.

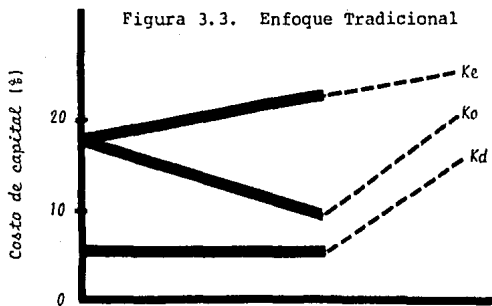
Lo anterior, lo expongo porque existen tres niveles de complejidad^{2/}: estático, estático - comparativo y dinámico que conciben a la estructura de capital con diferente enfoque. Siendo de nuestro interés y apoyo para situar a la versión tradicional, el nivel estático que exige una única solución para el costo de capital. Indica éste, que una vez teniendo la información requerida, la empresa debe elegir la combinación de reclamaciones financieras que minimicen el costo de capital. Por esto, se le considera a la estructura de capital como variable de política activa.

La respuesta tradicional a la pregunta sobre estructura óptima es más bien sencilla. Es decir, en las condiciones internas y externas de la empresa, los tradicionalistas argumentan que el valor de mercado de la empresa se elevará para valores pequeños de la palanca financiera: $0 < L < L_1$. Conforme se acepten más deudas en la empresa, el valor de mercado de la

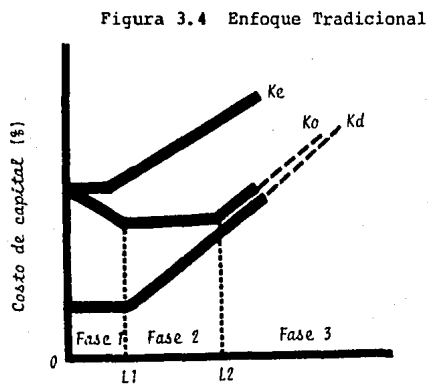
^{2/} Philippatos G. C. "Fundamentos de Administración Financiera". Editorial McGraw Hill, 1980. Págs. 235 y 236.

misma, permanecerá casi constante para el rango $L_1 \leq L \leq L_2$.

Finalmente, a un valor alto de la palanca financiera -- (mayor que L_2), el valor de la empresa declinará. La lógica de esta proposición es clara, pues el mercado determina los puntos de cambio para la palanca financiera L_1 y L_2 , como muestro gráficamente en las figuras 3.4 y 3.5 a continuación:

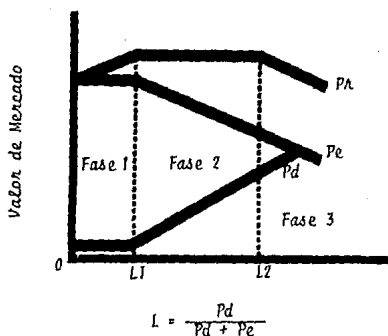


Razón de valores de mercado $L = \frac{P_d}{P_e}$



$L = \frac{P_d}{P_d + P_e}$

Figura 3.5 Enfoque Tradicional



La opinión tradicional se funda en lo que sus proponentes reclaman como las tres fases de la reacción de mercado para la palanca financiera:

FASE I.

Conforme se acepta inicialmente una deuda en la estructura de la empresa, el ingreso neto en la operación se incrementará como resultado del empleo de la deuda de bajo costo. Aunque la tasa de capitalización del capital contable K_e también aumenta, el ingreso neto más alto, compensa el incremento. Al mismo tiempo, la tasa de capitalización de endeudamiento K_d permanece constante o se incrementa ligeramente, pues el mercado percibe un monto pequeño de deudas como una política razonable. Así, la tasa general de capitalización o costo general de capital K_o disminuye, y el valor de mercado de la empresa aumenta.

En simbología:

$$Pr = \frac{NI}{K_e} + \frac{Cd}{K_d} \quad (\text{figura 3.4}),$$

puesto que NI aumenta más rápido que Ke, y Cd aumenta más rápido que Kd, el efecto neto es un aumento en el valor de mercado de la empresa.

Así, $K_{ox} = K_e X_1 = K_d X_2$ (figura 3.5), donde X1 es igual a la proporción de capital contable a valor total de mercado de la empresa, y X2 es igual a la proporción de deudas a valor total de mercado de la empresa.

$$X_1 + X_2 = 1$$

Conforme se aceptan deudas, una porción de los activos de la empresa se financia a un costo más bajo que el costo del capital contable, y aunque Ke aumenta, la proporción de activos financiados con capital contable es menos del 100%. Por lo que, el costo de capital disminuye.

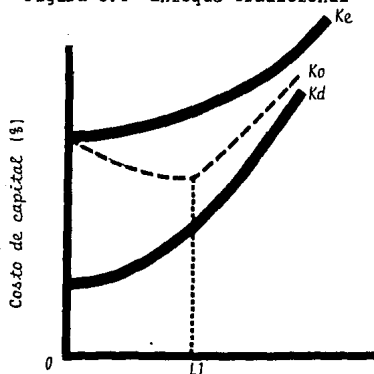
FASE II.

Una vez que la empresa alcanza un grado de palanca financiera, las adiciones moderadas de deudas en la estructura de capital no afectan su valor de mercado o su costo general de capital. En términos de la ecuación y gráfica 3.4, los aumentos en las tasas Ke y Kd compensan los aumentos del ingreso neto. Por tanto, el valor total de mercado de la empresa (Pr), permanece constante.

Cabe hacer notar, que la curva de costo de capital no necesariamente debe presentar forma cóncava como en las figuras 3.4 y 3.5. Es decir, cabe la posibilidad de que la FASE II no exista. Esto se muestra en las gráficas 3.6 y 3.7 que a continuación presento, en donde la curva de costo de capital tiene forma de U. Esta curva se presenta en la intersección de las -

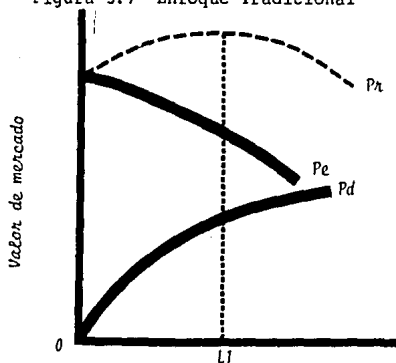
curvas para K_d y K_o . Un punto básico para este razonamiento es la suposición de que el costo de la deuda es también el costo marginal de capital.^{3/}

Figura 3.6 Enfoque Tradicional



$$L = \frac{Pd}{Pd + Pe}$$

Figura 3.7 Enfoque Tradicional



$$L = \frac{Pd}{Pd + Pe}$$

^{3/} Solomon Ezra. "The Theory of Financial Management", New York: Columbia University Press, 1963. Págs. 13, 96 y 97.

FASE III.

Después de un cambio específico, otras deudas en la estructura de capital de la empresa producen desventajas. Es decir, el valor de mercado de la empresa empieza a declinar y el costo general de capital aumenta.

La utilización juiciosa de la deuda que plantea la versión tradicional, en la cual como ya he mencionado que aún cuando K_e aumenta conforme la deuda avanza, este incremento no contrarresta el beneficio de utilizar fondos más baratos provenientes de la deuda.

Para ejemplificar numéricamente, consideremos la misma empresa que hemos venido desarrollando:

Deuda = \$ 3 000 al 5%

$K_e = 11\%$, debemos notar que K_e es una tasa intermedia - entre el 10% del método de utilidad neta y el 12.1% del método de utilidad neta de operación de Durand.

<u>(1)</u>	<u>(2)</u>	<u>6 000 al 6%</u>
NOI = 1 000	1 000	
Cd = <u>150</u>	<u>360</u>	
NI = 850	640	
$K_e = \underline{0.11}$	<u>0.14</u> (incremento)	
Pe = 7 727	4 571	
Pd = <u>3 000</u>	<u>6 000</u>	
Pr = 10 727	10 571	

Por lo que:

$$Ko1 = \frac{NOI}{Pr} = \frac{1\ 000}{10\ 727} = 9.3\%$$

$$Ko2 = \frac{NOI}{Pr} = \frac{1\ 000}{10\ 571} = 9.4\%$$

Y: $\frac{7\ 727}{850} = 9.09$ mayor que el 8.2 del M.U.N.O.^{4/}

El costo de capital para (1) y (2) obtenido anteriormente, explica el hecho de que si el valor de mercado de la deuda (Pd) sube en extremo, el costo de capital (Ko) aumenta.

En cuanto al valor o precio de la acción, éste baja debido a que se retiran acciones:

$$\frac{3\ 000}{9.09} = 330 \text{ acciones (RETIRO), por lo que:}$$

$$\frac{4\ 571}{850-330} = 8.79$$

Es importante analizar la situación de la empresa si la deuda fuese de 5 000 al 5%:

<u>(3)</u>	<u>5 000 al 5%</u>
NOI = 1 000	
Cd = <u>250</u>	
NI = 750	
Ke = <u>0.13</u>	
Pe = 5 769	
Pd = <u>5 000</u>	
Pr = 10 769	

^{4/} M.U.N.O. = Método de Utilidad Neta de Operación de Durand.

Notando así que con una deuda mayor al caso (1), la diferencia en el valor de mercado de la empresa (Pr) es muy pequeña; y el costo de capital para (3) es menor, por consiguiente sería la alternativa de mejor elección:

$$K_o = 1\ 000/10\ 760 = 9.2$$

Siendo el precio por acción:

$$\frac{5\ 769}{850-220} = 9.15$$

La relación más importante es precisamente la relación de dependencia entre la estructura de capital y el costo de capital, que analizaré detalladamente en el Capítulo IV de este desarrollo.

3.4. MODELO DE MODIGLIANI Y MILLER

Modigliani y Miller cuyas primeras letras de sus apellidos son M.M., que utilizaré cada vez que haga referencia a ellos, ofrecen argumentos analíticos que muestran el enfoque tradicional como incorrecto. Ambos autores ofrecen también algunas evidencias empíricas^{5/} de alto desarrollo matemático que no son necesarias exponer para cumplir con los objetivos de mi presentación.

M.M. afirman que en ausencia de impuestos sobre los ingresos de la sociedad, el valor de mercado y el costo de capital son independientes del empleo de la palanca financiera. Es-

^{5/} Philippatos G.C. "Fundamentos de Administración Financiera". Editorial McGraw Hill, 1980. Págs. 254 a 259 y 262 a 263.

ta independencia o irrelevancia se deriva de la hipótesis de que, con independencia de los efectos de la palanca financiera sobre las tasas de interés, la tasa de capitalización del capital contable aumentará en cantidad suficiente para compensar cualquier tipo de ahorro derivado de deudas de bajo costo. Estos autores afirman que en cualquier mercado de capitales perfectos e inversionistas racionales, 2 empresas que prometen ingresos netos en operación de la misma magnitud y calidad, no pueden tener diferentes valores de mercado. Manifiesto de antemano que la condición anterior es una mera tautología, pues un mercado de capitales perfectos se define como aquel en donde dos satisfactores - perfectamente sustituibles no pueden imponer precios diferentes. Sin embargo, M.M. proporcionan la evidencia de que los mercados de capital son lo bastante competitivos como para asegurar su hipótesis. Por lo tanto, excepto por la deducibilidad de las tasas de interés para propósitos fiscales, la combinación financiera no tiene efecto sobre el costo real de capital.

3.4.1. EL PROCESO DE ARBITRAJE

M. M. debido a que existe o debe existir una discrepancia en los valores de mercado, proponen un mecanismo de cambio-denominado arbitraje que capacita al inversionista para emplear una palanca financiera personal a fin de mantener el equilibrio en el mercado. Esto significa, que dos compañías idénticas, excepto por el hecho de que una recurre a la palanca financiera y la otra no, el enfoque tradicional no puede sostenerse por la siguiente razón: si la compañía que incluye palanca financiera es sobrevaluada, entonces los accionistas pueden vender sus acciones, solicitar fondos adicionales en préstamo por ellos mismos e invertir en la compañía infravaluada, que no incluye palanca financiera. Este proceso de cambio redundaría en una ganancia neta para los inversionistas y mantendría la igualdad de

precios para las acciones de las dos empresas. Lo anterior permite asegurar que compañías con diferente palanca financiera pero idénticas por lo demás, no pueden tener diferentes valores de mercado. Este proceso lo muestro en las figuras 3.8 y 3.9, en las cuales el costo general de capital y el valor de mercado de la empresa permanecen constantes, con independencia del grado de palanca financiera.

Figura 3.8 Modelo de Modigliani y Miller

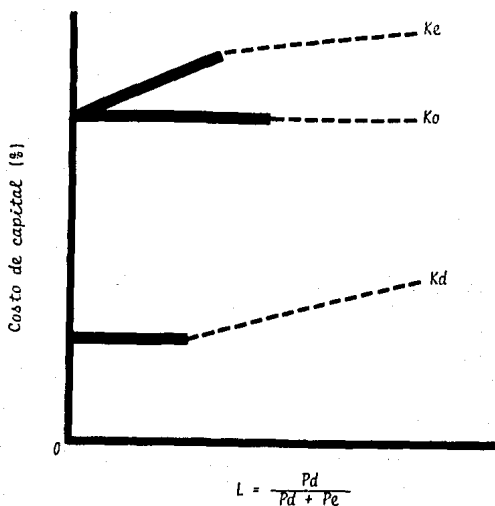
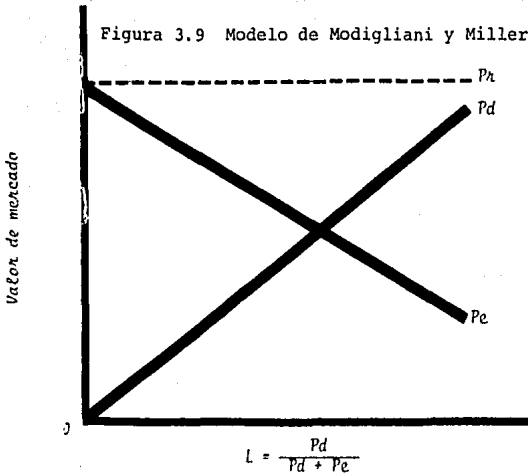


Figura 3.9 Modelo de Modigliani y Miller



Si consideramos una empresa "A" y una empresa "B", idénticas, exceptuando su palanca financiera, podemos valuarlas de la siguiente manera:

"A"	"B"	<u>30 000 al 5%</u>
NOI ^t = \$ 10 000	\$ 10 000	
Cd = --	1 500	
NI = 10 000	8 500	
Ke = 0.10	0.11 (debido a la deuda)	
Pe = 100 000	77 272	
Pd = --	30 000	
Pr = 100 000	107 272	
<hr/> <hr/>		
Ko = $\frac{10\ 000}{100\ 000} = 10\%$	Ko = $\frac{10\ 000}{107\ 272} = 9.3\%$	

ARBITRAJE:

Si un dueño del 1% de "B":

Vende el 1% de "B"	\$ 772.72	
Solicita préstamo al 1% de Pd	<u>300.00</u>	(mediante com pras al mar- gen)
Recursos	\$ 1 072.72	
Invierte el 1% en acciones de "A"	<u>1 000.00</u>	
UTILIDAD EN EL CAMBIO	<u>\$ 72.72</u>	

Retornos:

En "B" 772.72 X 0.11 = \$ 85*

En "A" 1 000 X 0.10 = 100

- 15 (300 al 5%)

\$ 85*

El inversionista obtuvo \$ 72.72 de utilidad en el cambio, igualando así, las condiciones de las dos empresas. La insistencia de los inversionistas en el arbitraje, traerá como consecuencia que se convierta en poco atractivo el proceso de cambio.

3.4.2. LAS TRES PROPOSICIONES DE MODIGLIANI Y MILLER

Para comprender con mayor facilidad este apartado, estableceré la siguiente simbología:

Pr = Valor total de mercado de la empresa.

Pe = Valor de mercado del capital contable de la empresa.

Pd = Valor de mercado de la deuda de la empresa.

NOI^t = Ingreso neto en operación normal esperado.

K_0 = Tasa de rendimiento de los activos totales o tasa de descuento aplicada a la corriente total de ingresos, para la empresa en la clase K de riesgo.

K_e = Tasa de descuento del ingreso neto de la empresa, aplicado por los accionistas.

K_d = Costo de los fondos solicitados en préstamo o tasa de interés.

3.4.2.1. PROPOSICION I.

El valor de mercado de la empresa es independiente del grado de palanca financiera, y se encuentra capitalizando el ingreso neto en operación normalizado esperado en el futuro a la tasa K_0 ; en fórmula:

$$Pr = Pe + Pd = \frac{\overline{\text{NOI}}^t}{K_0}$$

ó

$$K_0 = \frac{\overline{\text{NOI}}^t}{Pr}$$

3.4.2.2. PROPOSICION II

El costo de capital común es igual a la suma del promedio constante de costo de capital K_0 , mas un ajuste por el riesgo financiero. El valor de mercado del capital contable de la empresa puede expresarse como:

$$Pe = \frac{\overline{\text{NOI}}^t - K_d Pd}{K_e}$$

ó

$$K_e = \frac{\overline{\text{NOI}}^t - K_d \text{ Pd}}{P_e}$$

y, puesto que sabemos de la proposición I que $\overline{\text{NOI}}^t = K_o (P_e + P_d)$, sustituimos y obtenemos:

$$K_e = \frac{K_o (P_e + P_d) - K_d P_d}{P_e} = K_o + (K_o - K_d) \frac{P_d}{P_e}$$

3.4.2.3. PROPOSICION III

El punto admitido para inversión siempre será igual a K_o , K^* mayor o igual a K_o ; donde K^* es la tasa de rendimiento promedio por un proyecto.

La validez del proyecto no puede demostrarse cuando - - abandonamos algunas de las estrictas hipótesis que lo sustentan. Como resultado, la mayor parte de la controversia se centra en - el realismo del modelo de cambio o arbitraje, que conduce a sus conclusiones.

3.4.3. PROBLEMAS EN EL PROCESO DE ARBITRAJE

Algunos críticos afirman que:

- 1) En la formulación original, M. M. prestaron poca - atención a los impuestos sobre ingresos de la empresa y a la deducción de los pagos de intereses. Sin embargo, los autores admiten que, dado el factor de impuestos, el costo general de capital declina conforme se recurre a una mayor palanca financiera en - la estructura de capital. En consecuencia, se eleva el valor total de la empresa cuando aumenta la - palanca financiera.

- 2) El arbitraje asume como remotas las posibles diferencias entre las palancas financieras empresarial y personal, siendo que en primer término si se considera la limitada responsabilidad legal de las empresas, aparecen diferentes contenidos de riesgo entre las reclamaciones de los accionistas de una empresa que incluye palanca financiera y las reclamaciones de los inversionistas. Segundo, las regulaciones de margen limitan el alcance de un individuo y la solicitud institucional de fondos para la compra de reclamaciones financieras; y tercero, el costo de una solicitud personal de préstamo de fondos es invariable con respecto a la palanca financiera. M. M. argumentan en contra y afirman que las prácticas existentes justifican sus suposiciones.
- 3) El modelo de arbitraje olvida las actitudes de los prestadores ante el riesgo y su efecto en las tasas de interés, es decir, no considera las operaciones mercantiles entre los mercados de capital contable y de deudas a fin de equilibrar las tasas de capitalización asociadas. Por lo que, críticos como Solomon establecen que:

"Aunque los mercados de deudas y de capitales son perfectos por sí mismos, hay suficientes restricciones legales e institucionales para considerarlos como altamente imperfectos".

3.4.4. IMPERFECCIONES DEL MERCADO

Existen además otras imperfecciones del mercado que pueden obstaculizar dicho modelo, y que el C.P. Manuel Torres Rivera les sintetiza así:

- a) Las empresas representan mayor solvencia y sus tasas de interés son más bajas que las de los individuos.
- b) Desde el punto de vista de los participantes en el mercado, existe menor riesgo en un préstamo corporativo que en el individual, por el posible incumplimiento de la deuda.
- c) Los costos de transacciones y los impuestos sobre las ganancias distribuibles podrían reducir la efectividad del proceso de arbitraje.
- d) Ante la posibilidad de incurrir en costos de quiebra y bancarrota, la empresa que mantiene una deuda pudiese resultar menos atractiva que muchas otras. Esta posibilidad normalmente no sería una relación lineal de la proporción P_d/P_e , pero si puede aumentar a una tasa que corresponda a un efecto negativo sobre el valor de mercado de la empresa y su costo de capital. Puede convertirse en una imperfección muy importante, sobre todo en casos de extremo endeudamiento.

Sin embargo las imperfecciones a) y b) citadas anteriormente, no son tan importantes si consideramos que el arbitraje no necesariamente está destinado a individuos. En la realidad, la participación de INTERMEDIARIOS FINANCIEROS hace irrelevante el aspecto de la deuda corporativa. De hecho, no es la función de préstamo la más importante, ya que el intermediario financiero puede y tiene la facultad de sustituir la tenencia de un instrumento y otro.

3.4.5. LOS IMPUESTOS EN EL MODELO DE MODIGLIANI Y MILLER

Las conclusiones principales del modelo, se modifican - al tomar en cuenta que los pagos de interés tienen un poder deducibilidad para efecto de impuestos, en la medida que el proceso de endeudamiento provoca una disminución de la tasa promedio calculada después de impuestos.

Para ilustrar, podemos suponer la existencia de dos empresas cuyo NOI es de \$ 2 000 antes de impuestos, la tasa de impuestos es del 50% y la tasa de capitalización después de impuestos para ambas empresas es del 8%. La diferencia principal entre estas dos empresas es que la compañía "A" no tiene deuda, en tanto que la compañía "B" tiene una deuda de \$ 8000 al 5%:

	<u>"A"</u>	<u>"B"</u>
- NOI	\$ 2 000	\$ 2 000
- Impuestos al 50%	<u>1 000</u>	<u>1 000</u>
- U.A.I.D.I. ^{6/}	1 000	1 000
- Tasa de capitalización para empresas sin deuda	<u>0.08</u>	<u>0.08</u>
- Valor de capitalización de U.A.I.D.I.	\$ 12 500	\$ 12 500
- Intereses (\$8 000 al 5%)	--	400
- Subsidio al interés	<u>--</u>	<u>200</u>
- Ahorro en impuestos	--	200
- Tasa de interés	<u>--</u>	<u>0.05</u>
- Valor de capitalización	<u>--</u>	<u>4 000</u>
- Valor total de la empresa	<u>\$ 12 500</u>	<u>\$ 16 500</u>

^{6/} U.A.I.D.I. = Utilidad antes de intereses y después de impuestos.

Como puede comprobarse en el ejemplo numérico anterior, la empresa "B" tiene un valor más alto de mercado una vez que se considera la deducibilidad para el pago de intereses. En virtud del beneficio fiscal descrito, la empresa puede incrementar su valor mediante el uso de la deuda, aún con la utilización -- del modelo de M. M.

La siguiente fórmula describe este proceso:

$$Pr = \frac{NOI (1-t)}{Pk} + t Pd$$

Simbología adicional:

t = tasa de impuestos.

Pk = tasa de capitalización.

En esencia, la parte subsidiada por los intereses provoca un valor de mercado mayor y un costo de capital menor, de tal manera que Modigliani y Miller demuestran que el costo de capital efectivamente puede disminuirse con la presencia de impuestos.

CAPITULO IV
RELACION ENTRE ESTRUCTURA Y COSTO DE CAPITAL

Una vez especificados los supuestos que delimitan la -- presencia de situaciones reales, al construir los modelos ex- -- puestos, pudimos percatarnos primeramente de habernos aislado -- de decisiones que tienen una incidencia secundaria a la deci- -- sión de financiamiento. Con ese motivo por ejemplo, no inclui- -- mos como relevante la decisión de dividendos; por el contrario, le hemos añadido rasgos de perfección a los mercados de capita- -- les. Otros supuestos de igual importancia se refieren al nulo- -- crecimiento de las utilidades netas de operación de la empresa -- y la sustitución automática de deuda por acciones o acciones -- por deuda, con el objeto de comprobar el efecto neto de endeuda- -- miento. No podemos olvidar, la mención de aislar el efecto de- -- impuestos en la exposición teórica inicial, que nos ha permiti- -- do trabajar con cifras netas en forma consistente sobre efectos de endeudamiento extremo.

Voy a permitirme en el desarrollo de este capítulo, ex- -- poner paso a paso la esencia y decisiones más relevantes de ca- -- da método o modelo expuesto; teniendo en mente destacar la posi- -- ble dependencia o independencia del costo de capital a la Es- -- tructura de Capital seleccionada.

Tenemos que partir del punto de vista de que el costo - -- de capital es la justificación de utilizar capital, y por tanto ha merecido considerable atención en las publicaciones y textos de referencia que tratan sobre finanzas corporativas. Es por - -- ende, que sea en la empresa donde radica el poder evaluar o pon- -- derar un costo promedio de capital, que marginalmente satisfaga los requerimientos financieros de la empresa. En el prólogo de

este estudio, mencionamos las dos grandes decisiones de la empresa, y las identificamos como de inversión y de financiamiento. En la teoría presentada en el capítulo anterior pudimos apreciar la importancia que representa el costo de capital entre ambas decisiones, pues depende de la Estructura de Capital que se seleccione, que pueda arrojar un costo de capital que en la decisión de inversión constituya el elemento primordial en la calificación de la bonanza económica de un proyecto. Es también, el elemento decisivo cuando utilizamos la técnica de descuento de flujos de efectivo futuros, al incorporar un proyecto de inversión en las cifras de la empresa.

Tradicionalmente, esta técnica de descuento se ha utilizado en finanzas como una medida de riesgo que puede entenderse dentro de un contexto teórico de mercado como la tasa de retorno que compensa a la empresa en general. Este concepto puede ser entendido, si en el mismo contexto de mercado contemplamos a K_d (costo de la deuda) y a K_e (costo del capital contable) como las tasas de retorno necesarias para los proveedores de capital en forma de deuda y acciones respectivamente. En el mismo marco teórico, debemos notar la diferencia esencial de un retorno cuando el punto de vista de calificación emana del mercado y cuando en la empresa repercute en un costo.

Podemos imaginarnos a la empresa emitiendo reclamaciones de capital a generarse en el futuro, afrontando un costo y al recipiente de esas reclamaciones de capital percibiendo un retorno. Ante esta situación, y habiendo destacado la importancia del estudio del costo de capital, podemos agrupar la teoría expuesta, iniciando nuestros comentarios con el método de la utilidad neta de Durand y la posición tradicional para comprender mejor la situación de dependencia de la Estructura y el Costo del Capital. No es difícil entender que al asumir situacio-

nes extremas de endeudamiento y constancia en los costos de la deuda y del capital contable, el costo de capital llegue a optimizarse. Esto quiere decir, que en la medida en que el endeudamiento avanza los fondos provenientes de la deuda son más baratos ya que el costo de capital se acerca al costo de la deuda. Si partimos de nuestra teoría básica, la utilidad de la que puede disponer el accionista es capitalizada directamente al costo del capital contable (K_e); esto nos permite conocer el valor de mercado de las acciones que sumado al valor de mercado de la deuda nos proporciona el valor de mercado de la empresa, éste mas elevado conforme la deuda avanza. Es de esta manera, como el costo de capital disminuye en una relación directa al valor de mercado de la empresa. Todavía aún, podemos simular una sustitución directa de la emisión de deuda para el retiro de acciones en circulación. Este ejercicio puede comprobarnos que el precio de mercado de las acciones se incrementa en la medida en que el valor de mercado de la empresa también aumenta. Incluso cuando en la posición tradicional existen algunas variantes con respecto al método de utilidad neta, las conclusiones en esencia son las mismas en cuanto a la optimización de una Estructura de Capital conforme la deuda avanza. Tal vez sus principales diferencias radiquen en niveles extremos de endeudamiento, de los que por ahora no conviene ocuparnos.

En este pequeño grupo que hemos formado, la dependencia del costo de capital es clara y se deriva del punto óptimo de Estructura de Capital en donde el valor de mercado de la empresa es el más alto y el costo de capital es el menor. Coincidentemente, y como ya quedó expresado, en ese mismo punto se maximiza el precio de las acciones de la empresa.

En cuanto al siguiente grupo, por llamar de alguna manera a aquellos conceptos que tratan de probar algún punto de in-

dependencia del costo de capital, podemos señalar al método de la Utilidad Neta de Operación que fue expuesto por Durand y que más tarde constituye la piedra angular del modelo de Modigliani y Miller. Al asumir como una constante al costo de capital, -- pensamos naturalmente en un efecto de capitalización inmediata a la utilidad neta de operación para que con ese efecto se obtenga directamente el valor de mercado de la empresa. Esto -- quiere decir, que la Estructura de Capital que se seleccione no llega a optimizarse jamás o también podría interpretarse como -- si cualquier estructura de capital que se seleccione fuera óptima. La supuesta presencia de fondos más baratos provenientes -- de la deuda es contrarrestada directamente por un incremento en el costo de capital contable, de tal manera que afrontamos un -- costo explícito representado por la tasa de interés (K_d) y un -- costo implícito que representa el incremento en el costo del ca pital contable (K_e), en la medida en que avanza el nivel de endeudamiento.

En lo que se refiere al modelo de Modigliani y Miller, -- podemos compararlo a un modelo de comportamiento que explica el origen de sus acciones por medir de un proceso denominado arbitraje, en el que prácticamente el inversionista se convierte en un árbitro al discernir sobre el destino y tendencia de sus valores e igualar valores de mercado en las empresas. En virtud -- a que el móvil del cambio de una empresa a otra no es por el -- costo de capital, puesto que se mantiene constante, en realidad el inversionista percibe una utilidad al tomar ventaja mediante un proceso dinámico de inversión en empresas con valores de mer cado relativamente menores.

Con estos dos grupos anteriormente citados, demuestro -- la dependencia e independencia con el costo de capital. Me re-- servo las demás consideraciones sobre la trascendencia del mode

lo de Modigliani y Miller, que sustenta mi propuesta, para concluir en las últimas páginas de este desarrollo.

CAPITULO V

RESULTADOS DE LA INVESTIGACION DE CAMPO: LA EXPERIENCIA DE MEXICO

En esta sección, me permito desarrollar algunas de las consideraciones más trascendentes como resultado de la Investigación de Campo, realizada mediante la entrevista, análisis e interpretación que he reunido de las empresas más importantes en sectores clave de la economía de México.

Pienso que las respuestas y las reacciones encontradas, pudieran haber encontrado un cauce distinto de no existir una situación como la actual, en la que el crédito se ha mostrado escaso, y las circunstancias de mercado sufren fluctuaciones -- que agravan la situación de nuestro país en lo interno como en lo externo. Las disyuntivas para México se muestran con verdaderos desaffos; existe no sólo desconocimiento sino incertidumbre con respecto al ingreso al Sistema Arancelario conocido como GATT, los precios del petróleo no tienen visos de recuperación, la posición de México como nación ante el exterior presenta signos de debilidad y angustia económica en un plazo corto y mediano.

Estos fenómenos que la mayoría de las veces superan el orden interno de las cosas, produce efectos desagradables populares: la carencias repercuten en elevados costos sociales y ahondan la brecha entre las clases dominantes y las clases marginadas. No es difícil imaginar en estos tiempos a cualquier administrador de recursos, enfrentando severos problemas derivados de causas de índole macroeconómico como la inflación, toman decisiones que conducen al desempleo con la ineludible consecuencia del estanco en la producción, hasta llegar a manejos -- ineficientes provocados por las mismas circunstancias.

Me corresponde ahora, evaluar aspectos cualitativos y -cuantitativos que se refieren a la empresa mexicana y principalmente en una parte que considero de tipo medular, denominada Estructura de Capital. En primer término he encontrado que la --planeación cuidadosa de empresas con una gran experiencia en el planteamiento de sus cifras, ha sido virtualmente imposible en numerosos casos, y en otros han necesitado una consideración especial cada vez más frecuente que permita incorporar los fenómenos a los que me he referido anteriormente y las cifras que proyectan estados proforma, como de gran utilidad en el proceso de toma de decisión. Así mismo, y en la mayoría de los casos considerados, las circunstancias han forzado a las empresas a agotar la capacidad crediticia en plazos cortos, y la mayoría de las -veces financiando operaciones no solamente de respaldo de cartera y adquisición de inventarios, sino también intentando angustiosamente refinanciar compromisos vencidos de corto e incluso de largo plazo.

Es conveniente mencionar que aún en aquellas empresas -en las que tradicionalmente ha imperado no solamente el orden -sino una marcada aceptación entre el público inversionista, se han visto confinadas a padecer las vicisitudes de un mercado de capitales raquítico, que les ha impedido el acceso oportuno a -emisiones de valores que respalden su crecimiento y proyectos -de inversión que conformen su futuro.

Es interesante notar también el problema de actitud al-que en ocasiones tiene que enfrentarse un administrador finan- -ciero; en la medida en que se le presenten cambios tan subse- -cuentes e inesperados, que realmente modifiquen el entorno eco- -nómico en que opera la empresa. En esa misma proporción crece- -el desánimo e impera el desaliento ante la incapacidad de prede- -cir cambios en la paridad monetaria, precios de materias primas

y otros insumos, manejos y control de calidades, esfuerzos de penetración de mercado sin una adecuada capacidad de servicio y todo lo que en términos generales conduce a un manejo ineficiente de recursos en el sector operativo de la empresa.

Cabe añadir a la problemática mencionada la confusión que impera en nuestro medio, cuando se han implementado modificaciones profundas en la producción de la información financiera. Tal parece que el afán de organismos como el Instituto Mexicano de Contadores Públicos y otros organismos que se han preocupado por la calidad de la información que producen las empresas, ha encontrado uno de los peores momentos para ser conformado. Algunas empresas se encuentran ante situaciones de verdadera supervivencia y sienten que desperdician recursos de importancia al tratar de integrar sus cifras a las medidas de corrección que se han recomendado en el pasado, como la revaluación de activos fijos, que ahora crea superávit en el capital contable, en ocasiones difícil de manejar o de interpretar, porque sigue siendo una cuestión debatible el que se considere como base de captación crediticia.

Todas estas circunstancias que se mencionan, afectan a la empresa para la utilización correcta de un costo de capital. Las situaciones que forzan una economía apretada provocan el que los proyectos se juzguen en ocasiones con decisiones que no correspondan al orden de las finanzas, como puede ser la integración de un productor en un mercado. En otras, hemos encontrado que la salida más adecuada es utilizar la tasa de rendimiento fijo que impera en nuestros sistemas de mercado. También, ante el inesperado robustecimiento del mercado de dinero en México, las empresas han encontrado que una parte de alivio a su situación, lo lleva un hábil manejo de tesorería. Esto naturalmente conlleva al descuido natural que representa el aten-

der prioridades del sector de operación de la empresa y de su principal giro o actividad económica.

Pienso inclusive, que un mercado tan atractivo como el mencionado en el punto último anterior, puede ocasionar ciertos retrasos en los flujos normales en los que debe encontrarse el dinero. Se han encontrado índices de escasa recuperación de -- cartera en las Sociedades Nacionales de Crédito, ya que con una tesorería eficiente puede retrasarse hasta el límite de lo posible la exigencia en el cumplimiento de obligaciones de corto -- plazo.

En resumen y dadas las condiciones de la economía actual, el manejo de una Estructura adecuada de Capital es necesaria para lograr que la empresa mexicana consolide sus operaciones y marque un panorama cierto en lo sucesivo.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Pudimos apreciar en el contexto teórico, la construcción de modelos que nos han permitido conformar un criterio general en cuanto a la relación de dependencia o independencia -- del costo de capital con respecto a la Estructura de Capital -- que seleccione la empresa. Ha sido necesario considerar también situaciones de extremo endeudamiento para comprobar la resistencia del modelo mismo a su marco teórico. Hemos forzado situaciones de verdadera dependencia al mantener constante el costo de la deuda y costo del capital contable. En algunos casos, nos hemos visto forzados a prescindir del posible castigo que en el precio de las acciones manifieste un inversionista, en la medida en que la empresa adquiere compromisos derivados de las cargas fijas de interés, y que podrían afectar sensiblemente el retorno necesario que compensa el riesgo del accionista y que hemos expresado a lo largo de este trabajo, como el costo del capital contable.

He reservado las principales reflexiones que sustentan mi propuesta para este apartado que pretende dar un paso adelante del pensamiento que ha imperado por muchos años. Es por esta razón, que he seleccionado el modelo expuesto por Modigliani y Miller no solamente por la inquietud como estudiante que he sentido al considerar que el costo de capital efectivamente puede mostrarse como independiente de la Estructura de Capital de la empresa, sino porque el mundo contemporáneo de las comunicaciones ha permitido que el proceso de arbitraje se convierta en una realidad y que tal vez no esté muy lejano el día en que realmente el aspecto normativo de las empresas sea el valor de

ESTA TESIS NO DEBE
SALIR DE LA BIBLIOTECA

mercado de la empresa y el costo de capital sea una consideración de segundo término. En los mercados de capitales desarrollados, el efecto de la comunicación es tan ágil que permite la implementación de cambios en el poder de decisión del inversionista, y ésto ha permitido que se incluyan cambios en el valor actual que reflejan condiciones futuras y provoca finalmente que los mercados de capitales se acerquen a la perfección. En la medida en que el proceso de arbitraje no cese en su dinamismo, la posibilidad de que las empresas puedan ser clasificadas bajo clases homogéneas de riesgo, es cada vez más amplia. Aún cuando la presencia de impuestos favorece en definitiva a la deuda y esto provoca una relación de dependencia por circunstancias impositivas, la idea del arbitraje no está circunscrita a las opciones de financiamiento entre deuda y acciones. La noción de arbitraje es un concepto que trasciende la simple relación de un costo con otro en cuanto a fuentes alternas de financiamiento. El foco de atención se centra en el valor de mercado de la empresa y supuestamente éste tiene un reflejo en el precio de mercado de las acciones de la misma.

En lo que se refiere a la implementación práctica del modelo de Modigliani y Miller en el mercado mexicano, deberá promoverse el desarrollo de un mercado de capitales que permita en forma definitiva el intercambio de valores y se logre crear una fuente permanente de capitalización, marcando así, un panorama distinto y realmente atractivo tanto para el inversionista de nacionalidad mexicana como también para el inversionista extranjero.

Siento la obligación de manifestar en estas últimas líneas, que para aquellos que hemos tenido el privilegio de poder estudiar, una investigación en este caso la propuesta que he expuesto, debe ser tan sólo el inicio de una larga carrera e incesante lucha por aprender cada día más, como un reto individual que plantea responsabilidades ante la sociedad y la patria misma.

INDICE DE FIGURAS

	Pág.
3.1 UTILIDAD NETA DE DURAND	20
3.2 UTILIDAD NETA DE OPERACION DE DURAND.....	24
3.3 ENFOQUE TRADICIONAL	29
3.4 ENFOQUE TRADICIONAL	29
3.5 ENFOQUE TRADICIONAL	30
3.6 ENFOQUE TRADICIONAL	32
3.7 ENFOQUE TRADICIONAL	32
3.8 MODELO DE MODIGLIANI Y MILLER	37
3.9 MODELO DE MODIGLIANI Y MILLER	38

Formato:

Ivonne K. de Haddad

Figuras:

José Mario Haddad Kaim

BIBLIOGRAFIA

BIBLIOGRAFIA

DURAND, D. "COSTS OF DEBT AND EQUITY FUNDS FOR BUSINESS: TRENDS AND PROBLEMS OF MEASUREMENT", IN CONFERENCE ON RESEARCH IN BUSINESS FINANCE. NEW YORK: NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, 1952.

MODIGLIANI, F., AND M. H. MILLER. "TAXES AND THE COST OF CAPITAL: A CORRECTION", AMERICAN ECONOMIC REVIEW (JULIO DE 1963).

MODIGLIANI, FRANCO, AND M. H. MILLER "THE COST OF CAPITAL, CORPORATION FINANCE AND THEORY OF INVESTMENT", AMERICAN ECONOMIC REVIEW, 48 (JUNIO DE 1958), 261-97.

PHILIPPATOS G.C. "FUNDAMENTOS DE ADMINISTRACION FINANCIERA". EDITORIAL MCGRAW HILL DE MEXICO, S.A. DE C.V. 1979.

SOLOMON EZRA. "THE THEORY OF FINANCIAL MANAGEMENT". NEW YORK: COLUMBIA UNIVERSITY PRESS, 1963.

VAN HORNE, JAMES C. FINANCIAL MANAGEMENT AND POLICY (5a. ED.) ENGLEWOOD CLIFFS, N.J.: Prentice-Hall, 1980.