

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA



Fundada en 1995



**LA POLITICA DE DIVIDENDOS Y LA ESTRUCTURA DE CAPITAL.
SUS DETERMINANTES Y SU RELEVANCIA PARA LA CREACIÓN DE VALOR**

TRABAJO DE GRADUACIÓN PRESENTADO POR:

GIORGIO MARCELO SASMAY VILLACORTA

PARA OPTAR AL GRADO DE

MAESTRO EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

FEBRERO DE 2012

CIUDAD UNIVERSITARIA, EL SALVADOR, CENTROAMÉRICA

UNIVERSIDAD DE EL SALVADOR



AUTORIDADES UNIVERSITARIAS

RECTOR : MÁSTER RUFINO ANTONIO QUEZADA SÁNCHEZ

SECRETARIO GENERAL : LIC. DOUGLAS VLADIMIR ALFARO CHÁVEZ

AUTORIDADES DE LA FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

DECANO : MÁSTER ROGER ARMANDO ARIAS ALVARADO

VICEDECANO : MÁSTER ÁLVARO EDGARDO CALERO RODAS

SECRETARIO : MÁSTER JOSÉ CIRIACO GUTIÉRREZ CONTRERAS

ADMINISTRADOR ACADÉMICO : LIC. EDGAR ANTONIO MEDRANO MELÉNDEZ

ASESOR : MÁSTER HUGO FRANCISCO ZELAYA ALFARO

TRIBUNAL EXAMINADOR : MÁSTER HUGO FRANCISCO ZELAYA ALFARO

MÁSTER GUILLERMO VILLACORTA MARENCO

FEBRERO DE 2012

SAN SALVADOR

EL SALVADOR

CENTRO AMÉRICA

ÍNDICE

1. Introducción.	4
2. La política de endeudamiento ¿Merece la pena procurar un nivel de endeudamiento óptimo?.	5
3. La política de dividendos.	6
4. La irrelevancia de Modigliani & Miller. Una breve reseña.	6
5. La política de inversión.	7
6. El problema corporativo de la sub- Inversión (<i>Corporate Underinvestment</i>)..	8
7. El problema de la sobre-inversión (<i>The free cash flow problem</i>).	9
8. ¿Cómo afectan los dividendos a la política de inversión?.	10
9. El efecto informativo de la deuda y los dividendos.	11
10. Tamaño y tipo de Empresa.	13
11. Trade Off vrs Pecking Order.....	14
12. Consideraciones sobre los costos de agencia y la política de inversión.	15
13. Un apartado sobre la creación de valor.	16
14. Actualidades sobre el tema.	17
15. ¿Son Relevantes la política de dividendo y la estructura de capital para la creación de valor?.	18
16. Bibliografía y Referencias.	20

LA POLITICA DE DIVIDENDOS Y LA ESTRUCTURA DE CAPITAL.

Sus determinantes y su relevancia en la creación de valor

1. INTRODUCCIÓN

Diseñar y proponer la política de dividendos y la política de endeudamiento en una empresa son algunas de las funciones principales y fundamentales en el Rol del CFO. Por lo tanto, al momento de diseñar la política de retribución de los accionistas y la estructura de capital, se debe por obligación formularse las siguientes preguntas: ¿Se debe pagar dividendos?, ¿Se debe retener utilidades o capitalizarlas?, ¿Qué porcentaje de las utilidades debe ir a los accionistas?, ¿De dónde obtener dinero para pagar los dividendos?, ¿Se debe emitir deuda para pagar dividendos?, ¿Cuanta deuda es prudente emitir?, ¿Qué estructura de capital es la óptima?, ¿Se debe aprovechar los beneficios de la deuda a pesar del incremento en el riesgo?; y quizás la más importante de todas: ¿Cuánto afectaran estas decisiones al valor de la empresa?.

El objetivo de este documento es estudiar los factores que son tomados en cuenta (o deberían) a la hora de enfrentarse a estas decisiones financieras. Académicos y *Practitioners*¹ han debatido acerca de cuáles son estos factores determinantes de un adecuado nivel de endeudamiento o una prudente política de dividendos y de cómo estas decisiones pueden afectar (positiva o negativamente) el valor de la empresa.

Por un lado están quienes sostienen que un aumento en el pago de dividendos o cambios favorables en el nivel de apalancamiento, aumenta el valor de la empresa. Los dividendos son los salarios de los accionistas, de manera que si se recorta el ratio de distribución de dividendos, los accionistas se verían afectados. El uso de la deuda, además de reducir el costo de los recursos (WACC)², presenta un beneficio fiscal, lo que se transformara en mayores utilidades para los accionistas.

Existen quienes por el contrario opinan que el aumento en el pago de dividendos disminuye el valor de la empresa. Esto se debe a que el pago de dividendos es sinónimo de fracaso de la gerencia, ya que no ha sido capaz de encontrar oportunidades de inversión lo suficientemente atractivas para utilizar todo el efectivo disponible. "A las empresas se las valora por lo que hacen, no por lo que dejan de hacer". Al pagar dividendos, la dirección tiene menos dinero disponible para invertir en el crecimiento. El valor de las oportunidades rentables de inversión no aprovechadas, se resta del precio de la acción al ser estas castigadas por el mercado. A su vez, afirman que el uso de mayor deuda incrementa el riesgo de los activos (Bankruptcy costs)³, por lo que un mayor endeudamiento no será premiado por el mercado, sobre todo tomando en cuenta que el inversionista se puede endeudar por su cuenta para comprar las acciones y obtener los beneficios de un "Homemade Leverage"⁴. Además al incrementar el nivel de deuda se reduce la flexibilidad financiera tan deseada por los gerentes.

Ambos puntos de vista tienen validez, de hecho en la práctica puede ocurrir cualquiera de los dos eventos. Esto se debe a que el valor de las empresas está condicionado por muchos factores, como el tamaño de la empresa, sus características y otros que se mencionarán más adelante. Tomando en cuenta todo lo anterior, surge otra corriente de pensamiento que afirma que la política de dividendos, así como la estructura de capital, es irrelevante para la creación de valor de la empresa. Este argumento parecería no tener sentido, debido a que en la vida real un anuncio sobre cambios en la estructura de capital o modificaciones en la política de dividendos genera cambios en el valor de las acciones, sin embargo esta posición presenta argumentos válidos que ayudan a entender el comportamiento del mercado ante cambios en el nivel de endeudamiento y la política de dividendos.

2. LA POLITICA DE ENDEUDAMIENTO

¿Merece la pena procurar un nivel de endeudamiento óptimo?

Las decisiones importantes y de carácter estratégico son aquellas que afectan los activos de la empresa, pues ahí radica el valor de la empresa a futuro, mientras que las decisiones sobre estructura de capital son necesarias para mantener saludables los estados financieros pero no tienen impacto en la creación de valor. Modigliani & Miller, quienes expresaron que la política de dividendos es irrelevante en mercados perfectos de capital, demostraron también que las decisiones de financiamiento son irrelevantes en mercados perfectos. Su conocida proposición No 1 establece que una empresa no puede cambiar el valor total de sus títulos fraccionando tan solo sus flujos de tesorería en distintas corrientes. El valor viene determinado por sus activos e inversiones, no por los títulos que emite, por tanto, la estructura de capital es irrelevante cuando la política de inversión ya ha sido definida.

A pesar de que existen parámetros que indican los niveles adecuados de endeudamiento y normas prudenciales emitidas por los entes reguladores que definen la solvencia patrimonial, no se ha encontrado una fórmula óptima de combinar capital y deuda. La cuarta ley de Brealy & Myers afirma que "Se puede hacer mucho más dinero mediante decisiones de inversión que mediante decisiones de financiamiento." Entiéndase que esta ley no afirma que el financiamiento sea irrelevante, solo que las inversiones tienen prioridad. Las decisiones financieras deben ir en función de apoyar la estrategia de inversión de la empresa y no viceversa. En la práctica, la estructura de capital es relevante, pero si no se entiende perfectamente las condiciones bajo las que la teoría de M&M se cumplen, no podrá entenderse del todo porque una estructura de capital es mejor que otra.

3. LA POLITICA DE DIVIDENDOS

La prensa financiera constantemente ofrece información sobre cómo las políticas de dividendos afectan a los accionistas. Es por eso que las teorías sobre la irrelevancia de los dividendos no parecen tener mucho sentido. Es común observar como una empresa al anunciar modificaciones en la política de dividendos, experimenta cambios en el precio bursátil. Pero si se analiza con mayor profundidad el evento, puede resultar sorprendente descubrir que hay una posibilidad de que la reacción del precio de las acciones, ante un anuncio relacionado con los dividendos, no sea generado directamente por la política de retribución a los accionistas, sino por aspectos relacionados a los cuales hay que prestarles mayor atención.

Como puede observarse en la alegoría del “Síndrome del Jugo de Naranja Congelado”⁵, en la actualidad el interés por las acciones que pagan altos dividendos es bajo (aunque han venido ganando terreno en los últimos 2 años)⁶, siendo superadas por aquellas que presentan un buen desempeño en el valor de la acción. Es aquí donde nace y toma valor el espíritu de la teoría de irrelevancia de M&M. En resumen, se puede afirmar que "Si aislamos y diferenciamos lo que no importa, podremos identificar fácilmente lo que sí importa"⁷.

4. LA IRRELEVANCIA DE MODIGLIANI & MILLER

Una breve reseña

El teorema Modigliani & Miller es parte de los fundamentos de la teoría financiera moderna y está basada en 2 proposiciones principales:

1. El valor de una empresa es independiente de su estructura de capital.
2. Cuando la política de inversión está definida, la política de dividendos es irrelevante para el valor de sus acciones.

Dichas proposiciones se dan bajo el supuesto de un mercado perfecto y sin fricciones el cual debe cumplir con las siguientes condiciones:

- No existen impuestos
- No existen costes de contratación ni de agencias
- No existen costes de bancarrota ni de transacción
- No existen costes de información.

El escepticismo ante este teorema es razonable, especialmente para aquellos CFO⁸ a quienes les pagan cuantiosas sumas de dinero por hacer algo que supuestamente es irrelevante. Como ya antes se mencionó, comúnmente se puede observar en la prensa financiera noticias sobre cambios en el valor de las empresas; después de modificaciones en su estructura de capital y su política de dividendos. Estos hechos aparentemente contradicen las famosas proposiciones ganadoras del

premio Nobel; pero en realidad la afirmación de que la estructura de capital y la política de dividendos no son relevantes, está lejos de ser lo que M&M quisieron decir en realidad⁹. Al sacar un juicio sobre esta teoría, se debe tener en cuenta que las imperfecciones del mercado, o las llamadas "fricciones", están siempre presentes y que cualquier intento de simulación al eliminarlas, tendría resultados artificiales y sin ninguna validez práctica.

Pero es importante reconocer que al eliminar estos factores y comprobar que bajo estas condiciones, el apalancamiento y los dividendos se vuelven irrelevantes para el valor de la empresa, se resalta la importancia de estas imperfecciones, dejando en evidencia su efecto en el valor de la empresa. Esta es la verdadera proposición de M&M, y su valiosa contribución para las finanzas en el mundo corporativo. Los efectos de estas imperfecciones del mercado son las siguientes:

- Afectan los impuestos pagados por los inversionistas y las empresas.
- Infieren en la probabilidad de un colapso financiero o bancarrota (y sus costos asociados).
- Afectan los incentivos gerenciales que, al seguir la regla de maximización de valor, invierten en todos los proyectos con VAN¹⁰ positivo, y quizás lo que es peor, rechazan todos los demás proyectos.
- Proveen un indicador certero a los inversionistas, de la confianza (o desconfianza) de los gerentes sobre las utilidades y flujos futuros de la empresa.

5. LA POLITICA DE INVERSIÓN

Al tomar las decisiones de inversión en una empresa se deben tener en cuenta, entre otras cosas, de donde vendrá el dinero para financiar las nuevas inversiones. Entra en escena la planificación financiera, junto con las decisiones de endeudamiento y de dividendos que están implícitas en dicho proceso. La política de inversión, ya sea está fijada o como producto de las posibles oportunidades de inversión (opciones reales), es la que genera los flujos de efectivo futuros, y es la base para la creación del valor. La estructura de capital no es un determinante directo de la política de inversión ya que esta se determina en base a la rentabilidad y factibilidad de los proyectos a futuro. Pero determinar de dónde vendrá el dinero para las nuevas inversiones implica tomar en consideración varios factores que podrían ser de mucha relevancia al determinar el nivel de inversión de una empresa.

Los costos de bancarrota o la probabilidad de un colapso financiero (financial distress) son temas que preocupan a la hora de fijar la estructura de capital. Los costos de bancarrota pueden dividirse en 2 categorías: Los costos de bancarrota directos: son los relacionados al costo de salvataje de una empresa, los cuales son cuantificables. Los costos indirectos de bancarrota: son aquellos relacionados con la reducción del valor, causada por los cambios en la política de inversión cuando las empresas se enfrentan con dificultades financieras. M&M afirman que la

estructura de capital no es relevante, pero en la práctica esta conjetura podría ser poco probable. Si bien es demostrado que los costos directos de bancarrota generalmente no son significativos especialmente para las empresas grandes¹¹, los costos indirectos, por su parte, tienen impactos significativos y deben ser tomados en cuenta a la hora de tomar una decisión de apalancamiento.

Al entrar en un proceso de colapso financiero, los interventores asignados¹², toman el control de las decisiones de inversión en virtud a su capacidad de veto hacia los gastos corporativos no rutinarios. No es difícil entonces imaginar situaciones en las que los intereses de los accionistas no son los mismos que los de los acreedores¹³.

Un segundo caso ocurre en situaciones mucho menos extremas a las de bancarrota. Las empresas con alto grado de apalancamiento son más propensas a dejar de lado valiosas oportunidades de inversión que las empresas con apalancamiento bajo, esto debido al riesgo de insolvencia o a perder la flexibilidad financiera (*financial distress*¹⁴). Bajo estas circunstancias, los CEO podrían dejar de lado opciones de inversión rentables y lo que es más, recortar los gastos en I&D o en publicidad, hecho que a la larga puede afectar el valor de la empresa.

Caso contrario es el de aquellas empresas que cuentan con cuantiosos y constantes flujos de efectivo, teniendo pocas opciones de inversión. En esta situación entran en escena los costos de agencia relacionados con el ímpetu gerencial de maximización de valor exponiéndose a una potencial pérdida de valor. Como veremos a continuación, las decisiones de apalancamiento e incluso la política de dividendos pueden generar dos situaciones antagónicas que no son deseables desde el punto de vista de los accionistas: el problema de la sub-inversión y el "Free cash flow problem".

6. EL PROBLEMA CORPORATIVO DE LA SUB-INVERSIÓN (Corporate Underinvestment).

El problema de la sub-inversión se encuentra bastante relacionado con las decisiones sobre estructura de capital y la política de dividendos. No se trata del típico comportamiento miópico que se caracteriza por la falta de visión a largo plazo, se trata de disposiciones tomadas como consecuencia de una determinada decisión de endeudamiento o al pago de dividendos.

Imaginemos el caso de una empresa de rápido crecimiento (high growth) que desea emprender un proyecto que va más allá de las posibilidades de su "Free cash flow"¹⁵, por lo que debe recurrir a la deuda. Si en un determinado momento las proyecciones no se cumplen (ya sea por factores externos o internos), el CFO debe considerar dos escenarios: El primero sería enfrentar la posibilidad de incumplimiento con las obligaciones financieras, pero las consecuencias de caer en categoría "default"¹⁶ son demasiado grandes. El otro escenario sería la reducción de los gastos en I&D, marketing y capacitación (inversiones de las cuales depende el crecimiento de los flujos de la empresa a futuro). En ambas situaciones, lo que la empresa requiere es una inyección de

capital nuevo, pero en estas circunstancias es bastante complicado. Los nuevos accionistas enfrentarían el problema de que la mayor parte del valor creado (o preservado) por la empresa en que invirtieron, iría a parar, en este caso, en manos de los acreedores. En consecuencia, para convencer a los nuevos inversionistas, se deberá reducir los gastos financieros (cuestión que es casi improbable), o el nuevo capital vendría a muy alto precio (en forma de dilución de propiedad¹⁷).

Este es un buen ejemplo para ilustrar como en la vida real una decisión financiera puede afectar las decisiones de inversión y por ende al valor de la empresa. El ejemplo anterior ilustra perfectamente la dificultad de las empresas de rápido crecimiento y cuyo valor radica principalmente en las oportunidades de inversión (growth options) y no en garantías reales para obtener financiamiento, ya que debido a la naturaleza de sus garantías, la deuda se presenta a un costo bastante elevado y difícil de conseguir. Pero también refleja la realidad de aquellas empresas que logran acceder a dicho financiamiento y deben enfrentarse a la posibilidad de un colapso financiero, además de los elevados costos de no poder aprovechar las oportunidades rentables de inversión que se le presenten en el futuro. Caso contrario es el de las empresas de bajo crecimiento y cuyo valor recae principalmente en sus activos y conforman una Buena garantía para sus acreedores.

El mensaje es claro, para las empresas maduras y con pocas oportunidades de inversión el acceso al financiamiento por deuda es mayor, a la vez que los costos de un probable colapso financiero (incluyendo los costos por bancarrota) son menores. Se espera entonces que las empresas maduras y de poco crecimiento tengan por lo general mayores ratios de apalancamiento, pero aquí entran en juego factores como el tamaño y el tipo de la empresa. Estos factores son determinantes directos de las decisiones de endeudamiento y de dividendos.

7. EL PROBLEMA DE LA SOBRE-INVERSIÓN (Free Cash Flow Problem)

Existe un problema que afecta principalmente a aquellas empresas maduras y que presentan estables flujos de caja libre (free cash flow), los cuales difícilmente pueden ser reinvertidos rentablemente en la empresa. Como Michael Jensen afirma, los gerentes tienen una inclinación natural para mantener el crecimiento de sus empresas, aun a expensas de la rentabilidad.

Realizan esfuerzos improductivos por aumentar la participación en el mercado o realizan compras o inversiones diversificadas, las cuales finalmente terminan destruyendo valor. Esto es académicamente conocido como un problema de flujo de caja libre (Free Cash Flow problem). Pagar altos dividendos o dividendos extras ayuda en gran manera a controlar esta tendencia cuando ya no existen opciones rentables de inversión, sin embargo existe una mejor forma de control. Realizar un intercambio de deuda por capital (trade off) puede ser una excelente forma de manejar los excesos de capital, esto se debe al poder disciplinario que tiene la deuda. Los

gerentes, al tener que enfrentarse con obligaciones contractuales de deuda (las cuales son mucho más rígidas que el pago de dividendos), se ven en la necesidad de frenar su ímpetu de inversión y adoptan una posición más cautelosa a la hora de evaluar las posibles inversiones de capital. Se debe reconocer entonces el poder de la deuda para reducir los "costos de agencia de capital"¹⁸.

Esto es especialmente beneficioso para aquellas grandes empresas públicas que presentan una fuerte dispersión de propiedad. En este caso, una recompra apalancada de acciones, ayuda a generar una mayor concentración de propiedad, facilitando de esta manera el control y el seguimiento de los accionistas hacia la administración¹⁹.

8. ¿CÓMO AFECTAN LOS DIVIDENDOS A LA POLÍTICA DE INVERSIÓN?

La política de inversión y la política de dividendos en las empresas, a menudo son fijas y previamente determinadas, pero existe una fuerte relación entre una y otra, es decir, que la política de dividendos está estrechamente relacionada con las oportunidades de inversión de las empresas. Una empresa de rápido crecimiento normalmente no paga dividendos, ya que los flujos internos generados deben ser reinvertidos para asegurar el crecimiento de la institución y evitar así un problema de sub-inversión. Por el contrario, las empresas maduras y de bajo crecimiento, normalmente con pocas opciones de inversión rentables, pagan dividendos como una manera de control hacia sus gerentes, evitando así un potencial "free cash flow problem". Los costos de contratación están involucrados en la relación inversa entre el pagar dividendos y la existencia de oportunidades rentables de inversión.

Las empresas con pocas oportunidades rentables de inversión, recurrirán con menos frecuencia a los mercados de capital. Pero al pagar dividendos, se debe recurrir a una nueva emisión para financiarlos, generando un beneficio adicional a los acreedores y accionistas, al proveer un mayor monitoreo y seguimiento de la gestión gerencial por parte de las entidades regulatorias y el mercado en sí. Este beneficio es alto para aquellas empresas con pocas oportunidades de inversión y con gran dificultad para controlar a la administración, debido a la ya mencionada dilución de propiedad. Para las empresas con opciones rentables de inversión (al necesitar con mayor frecuencia de los mercados de capital) el beneficio es relativamente menor. Los costos de flotación son relativamente altos para las empresas de rápido crecimiento, por lo que pagar dividendos les resulta adicionalmente costoso, ya que al hacerlo deben acceder a los mercados de capital para financiarlos. Una explicación más por la cual estas empresas son renuentes al pago de dividendos.

De esta manera se puede afirmar que al verse afectados por la política de inversión (a través de los costos de agenda y los costos de contratación) los dividendos pueden tener incidencia en el valor de la empresa.

9. EL EFECTO INFORMATIVO DE LA DEUDA Y LOS DIVIDENDOS

No es un secreto el hecho de que los gerentes manejan mejor y más precisa Información sobre el valor real de sus empresas en comparación a los accionistas y acreedores. Situación que es muy comprensible si tomamos en cuenta que los gerentes tienen acceso directo a todo tipo de información de la empresa, y gran parte de su tiempo lo dedican al análisis de mercados, posibles productos y oportunidades de inversión, así como la definición de las estrategias. Además, poseen la información más actualizada sobre el desempeño operativo y los aspectos específicos que se utilizan para realizar proyecciones financieras.

Esta situación genera una imperfección de mercado que es conocida como las "asimetrías de información". No es de extrañarse entonces, que en investigaciones empíricas se haya descubierto que los gerentes obtienen un rendimiento superior al mercado cuando realizan operaciones de compra y venta de las acciones de su misma compañía²⁰. Pero tampoco es extraño que los mercados accionarios reaccionen ante anuncios sobre cambios en la política de inversión, o cuando un gerente hace publicas importantes decisiones corporativas. Por ejemplo, si se anuncian cambios importantes en los gastos de capital, los inversionistas harán inferencia sobre la rentabilidad y las oportunidades de inversión, de esta manera el mercado ajustará su precio de forma casi inmediata²¹.

Al manejar mejor y más actualizada información, los gerentes pueden encontrarse en situaciones en las que quieran transmitir esta información al mercado y a los accionistas. Todos los gerentes desean que el valor de las acciones de su empresa suba²². Pero presentar estados financieros y proyecciones generalmente no basta para que el mercado reaccione y modifique el valor de las acciones; por eso se debe encontrar formas confiables de transmitir la información positiva a los mercados, ya que la información transmitida por una fuente obviamente imparcial será creíble solo si los costos de transmitir información falsa son tan grandes que obliguen a los gerentes a decir la verdad.

Pero existen otros mecanismos disponibles para que los gerentes transmitan sus mensajes, y que cumplan con este requisito. Nos referimos a las decisiones de apalancamiento y la política de dividendos. La estructura de capital puede representar un indicador clave para que los gerentes o CEO transmitan de una forma creíble su confianza y optimismo en los resultados futuros. La deuda y el capital presentan grandes diferencias en lo que a indicadores se refiere. La deuda, al ser una obligación contractual con los tenedores de bonos y los acreedores, exige fijar cierta cantidad de los flujos generados para el pago de las obligaciones de capital e intereses. El incumplimiento de dichas obligaciones podría tener serias consecuencias para la firma, incluso la

bancarrota. El capital, por su parte, es más flexible a pesar de que los accionistas esperan que los dividendos existan y que sean crecientes, los gerentes tienen un mayor grado de discrecionalidad, y pueden optar por disminuirlos e incluso eliminarlos en periodos de dificultad financiera.

Por esta razón agregar mayor deuda a la estructura de capital es una manera de transmitir confianza en flujos futuros a los accionistas. Por otro lado, el costo de transmitir información falsa por este medio es considerablemente alto, ya que comprometerse a realizar pagos futuros sin tener la confianza de buenos resultados puede hacer que la empresa caiga en bancarrota y que el Gerente pierda su trabajo.

La deuda y el capital también difieren en cuanto a su sensibilidad a los cambios al valor de la empresa. Los pagos de la deuda son fijos, y es por eso que el precio de los bonos es mucho menos sensible a cambios en el valor de las empresas que las acciones²³. El argumento anterior se basa en los resultados de una investigación empírica, en la cual se determina que el mercado accionario reacciona de una forma sistemáticamente positiva ante un incremento en el nivel de endeudamiento, y de una forma sistemáticamente negativa ante un incremento en el capital accionario²⁴. Con todo lo anterior se puede llegar a la siguiente conclusión: Las empresas que están subvaloradas (conocidas como "high quality") se espera que tengan mayor deuda en su estructura de capital y aquellas que están sobrevaluadas (low quality) utilizaron más el capital accionario.

Existe una teoría compatible con los argumentos anteriores, la cual plantea que los costos de información asociados con la emisión de capital o deuda ha motivado a algunos a plantear la siguiente posibilidad: "La estructura de capital de las empresas es un simple resultado de los requerimientos de capital del pasado y que los ratios de endeudamiento varían de acuerdo a los desbalances que existan entre los flujos generados internamente y las oportunidades de inversión". Esta teoría es conocida como "The pecking Order Theory"²⁵ (La teoría del orden de escogitación). La esencia de esta teoría es que las empresas utilizan en primera instancia la fuente de financiamiento menos costosa, para financiar sus nuevas inversiones. El orden según esta teoría es el siguiente: Primero las compañías prefieren utilizar los fondos generados internamente (utilidades retenidas) a fondos externos.

Si los fondos internos son insuficientes y se debe recurrir a financiamiento, la deuda es preferida sobre las acciones debido a que tiene menores costos de flotación y de información. En otras palabras según esta teoría, las empresas maduras con pocas oportunidades de inversión tendrán bajos ratios de endeudamiento debido a sus limitados requerimientos de capital; por su parte las empresas de rápido crecimiento y con muchas oportunidades de inversión tendrían altos ratios de apalancamiento debido a sus constantes requerimientos de capital fresco. Si nos fijamos con atención, la teoría de pecking order es totalmente contraria a la propuesta en los argumentos de los costos de contratación, bancarrota y de agencia, en donde las empresas de rápido crecimiento

tendrán mayores dificultades para acceder a la deuda que aquellas compañías que se valoran de acuerdo a sus activos.

Un alto apalancamiento puede -ser un indicador muy positivo en muchos casos, pero para aquellas empresas que se están acercando a sus ratios de endeudamiento máximos (en base a todas las consideraciones ya discutidas) podría ser un mecanismo burdo para llegar al mercado. Si este es el caso, la política de dividendos podría ser un instrumento más eficiente para comunicarse con el mercado, con una mejor relación costo-beneficio.

Cuando un gerente anuncia un pago de dividendos expresa también su confianza en la rentabilidad futura de la empresa. La credibilidad de este indicador (al igual que la deuda) radica en que si los gerentes incrementan el pago de dividendos sin la expectativa de buenos rendimientos a futuro, la empresa podría obtener resultados negativos y no tener la capacidad de seguir otorgando los pagos de dividendos, ya sea reduciéndolos o reduciendo cualquier otra cosa; situación que el mercado identificaría y por consiguiente reduciría el valor de la acción eventualmente.

Dicho de otra forma: "puedes engañar a algunas personas algunas veces, pero no puedes engañar a todos todo el tiempo". La teoría de los dividendos como indicadores sugiere que las compañías a las que los gerentes perciban subvaloradas pagarán mayores dividendos que aquellas que se perciban como sobrevaloradas. Una vez más, y al igual que la teoría de estructura de capital como indicador, el modelo de los dividendos ofrece muy poca ayuda para encontrar el nivel óptimo de dividendos para las empresas.

10. TAMAÑO Y TIPO DE EMPRESA

Se han mencionado muchos factores que afectan al valor de las empresas al modificar el nivel de inversión y las oportunidades de financiamiento, determinando tanto las políticas de dividendos, como la estructura de capital. Pero es importante reconocer que estos factores están condicionados a su vez a otros factores como el tamaño de la empresa o las características de la industria en particular. El tamaño de la empresa puede ser determinante a la hora de pagar dividendos o decidir cuanta deuda utilizar, si se toman en cuenta los costos de bancarrota, la probabilidad de problemas financieros (financiamiento distress) y los costos de flotación. Estas decisiones serán totalmente opuestas en una empresa pequeña en la cual el financiamiento es más costoso y difícil de adquirir que en una empresa grande y con el sólido respaldo de sus activos, todo esto relacionado con las garantías reales.

El acceso a financiamiento también está condicionado al tipo de empresa. Una empresa cuyo valor está determinado por sus activos intangibles o por sus oportunidades de inversión, podría tener mayores dificultades para acceder al financiamiento, ya sea público o privado, o los costos a los que deberá enfrentarse serán mayores a los que enfrentaría una empresa cuyo valor este

determinado por sus activos. El pago de dividendos en una empresa grande y madura será más común que en una empresa en crecimiento y con muchas oportunidades de inversión; en estas empresas, pagar dividendos es destruir valor al desperdiciar las opciones reales que se le presentan, además utilizar deuda Para financiar dividendos no tendría sentido en este caso si tomamos en cuenta que se elevaría el riesgo (financiar distress) y se perdería la tan valorada flexibilidad financiera²⁶.

Por su parte en las empresas grandes, con pocas oportunidades de inversión y con facilidades de obtener financiamiento (de ser necesario), el pago de dividendos representa una excelente forma de proveer disciplina financiera a la institución. En una empresa grande y madura, el control puede estar diluido en muchos accionistas, la deuda es una excelente forma de concentrar la propiedad facilitando así el control de la misma. Por el contrario, una empresa de rápido crecimiento y con muchas oportunidades de inversión, requiere de capital fresco. Las utilidades retenidas y el incremento del patrimonio (nueva emisión o llamamiento de capital) serían los mejores candidatos. El uso de altos ratios de deuda requiere de una fuerte disciplina financiera, situación difícil de encontrar en empresas pequeñas y con sustanciales flujos de caja libre.

Esto tiene lógica ya que una política de endeudamiento agresiva requiere del uso de técnicas de presupuesto de capital más sofisticadas, a la vez de mayor precisión en la evaluación de las inversiones, dichos métodos de valoración son más comunes en las grandes corporaciones²⁷.

11. TRADE OFF VRS PECKING ORDER

EL tamaño y el tipo de empresa, como ya hemos visto, son factores que permiten determinar el nivel en que las imperfecciones de mercado afectan la estructura de capital y la política de dividendos en las empresas. Existen dos teorías contrarias entre sí, pero que coinciden en que el tamaño y el tipo de empresa condiciona el efecto de las fricciones de mercado.

La teoría del trade off sostiene que las empresas deben buscar sus niveles de apalancamiento óptimos, a manera de igualar los beneficios de la deuda entre sus costos²⁸. De esta manera las empresas maduras, con pocas oportunidades de inversión, generadoras de abundantes flujos de caja y con buen respaldo de sus activos deberán poseer mayor endeudamiento debido a que los costos de contratación, el riesgo y el costo de los fondos serán menos significativos que para aquellas empresas de rápido crecimiento con abundantes activos intangibles y numerosas oportunidades de inversión. De la misma forma se comportarían los dividendos, los cuales serían más frecuentes y abundantes en aquellas empresas maduras que en aquellas de rápido crecimiento y con dificultades para obtener financiamiento.

La teoría del "pecking order" afirma, que la estructura de capital de las empresas es simplemente el resultado de la preferencia de las empresas de financiar sus nuevas inversiones con fondos generados internamente (utilidades retenidas) y la deuda es preferida sobre la emisión de

acciones si el capital externo es requerido. Esta teoría sigue la lógica de que las empresas utilizaron las fuentes de fondos disponibles menos costosas. Según este planteamiento, la emisión de acciones es demasiado costosa y es evitada por los CFO. En otras palabras, la estructura de capital de las compañías es un simple resultado de la acumulación de sus requerimientos financieros pasados y los ratios de endeudamiento cambian principalmente en respuesta a desbalances entre los flujos generados y las oportunidades de inversión.

De esta manera las compañías maduras que generan abundantes flujos de caja tendrán menores ratios de apalancamiento que aquellas en crecimiento y con requerimientos de capital considerables. Como se observa, ambas teorías son totalmente contradictorias, no obstante, ambas son correctas. En el mundo de los negocios ambas situaciones ocurren y esto se determina de acuerdo a la valoración que el mercado hace sobre las empresas, y las asimetrías de información implícitas en este proceso.

Como ya se mencionó anteriormente, una empresa madura que se considera sub-valorada está más propensa a utilizar deuda y seguir la teoría del "Trade Off", pero si la misma empresa está sobre-valorada tendrá menor apalancamiento debido a la abundancia de fondos internos y a las desventajas del uso de la deuda por estar sobre-valorada, actuando de acuerdo a la teoría del "Pecking Order". Esta teoría es más propensa a cumplirse cuando las asimetrías de información²⁹ sean mayores

12. CONSIDERACIONES SOBRE LOS COSTOS DE AGENCIA Y LA POLITICA DE INVERSIÓN

Los costos de agenda se refieren al impacto económico generado por las diferentes decisiones tomadas por la gerencia. Esto depende del estilo gerencial de cada CEO y sus características particulares. En lo referente al tema, un gerente con mucha aversión al riesgo podría preferir no endeudarse para evitar situaciones futuras de "financiamiento", generando así un problema de sub-inversión. Por el contrario, un gerente arriesgado y con ímpetu expansionista podría destruir valor al invertir en proyectos, adquisiciones o fusiones no rentables, generando un problema de sobre-inversión (free cash flow problem). Estos problemas pueden ser generados y a su vez solventados analizando las fricciones de mercado y utilizando a los dividendos y al endeudamiento como posibles soluciones a ambas situaciones.

Pero el problema de los costos de agenda va más allá de la aversión o preferencia al riesgo del gerente. Factores como la edad y el tiempo de permanencia en el puesto podrían afectar las decisiones de inversión tomadas por un CEO. Las decisiones de inversión requieren de un intercambio entre los gastos de capital actuales por utilidades y beneficios a futuro. Si estas utilidades se extienden demasiado en el tiempo (inversiones a largo plazo) los CEO podrían pensarlo 2 veces antes de proceder con determinada inversión, (incluso si se esperan grandes

ganancias a futuro) tomando en cuenta que probablemente él no se encuentre en el cargo cuando las utilidades se presenten.

La lógica nos dice que un gerente no querrá invertir (ya que al hacerlo incrementara el riesgo de "financiamiento" o perder flexibilidad financiera) si los beneficios de dicho proyecto serán obtenidos en la gestión de sus sucesores³⁰. El hecho de que los incentivos gerenciales de compensación estén basados principalmente en medidas contables debería influir en la hipótesis anterior.

Pero resultados de pruebas empíricas realizadas por Healy (1985) y por Gibbons & Murphy (1992) arrojan poca evidencia de que los costos de agencia sean un factor determinante de la política de inversión. De hecho, el único hallazgo es que los CEO, a medida avanza su edad y permanencia en el puesto, van reduciendo el tiempo de retorno de sus inversiones (invierten más a mediano y corto plazo que a largo plazo), pero el nivel de inversiones no se ve afectado.

Esto tiene lógica, ya que en las grandes corporaciones la política de inversión es fijada por un equipo o comité de alta gerencia, en la que probablemente el sucesor del CEO este presente, o los ejecutivos jóvenes con mayores perspectivas de largo plazo impedirían un caso de sub-inversión corporativa. Una vez más, esto estaría determinado por el tipo de empresas y su tamaño, dejando en evidencia la importancia de estos factores.

13. UN APARTADO SOBRE LA CREACIÓN DE VALOR

El tema de la creación de valor es tan amplio que brinda material suficiente para desarrollar un trabajo de investigación aparte. Pero se considera pertinente hacer un alto al tema de los dividendos y la estructura de capital para hacer referencia a ciertos conceptos que deben tomarse en cuenta para una mejor comprensión del presente documento. La creación de valor en su forma más tradicional, puede interpretarse como el crecimiento patrimonial de una empresa a través del rendimiento generado por los activos e inversiones, el cual se registra en las utilidades generadas. Otra forma más sofisticada de entender este concepto sería el incremento en el valor de la empresa a través de la valoración de sus inversiones a futuro³¹, el valor de dichas inversiones es incluido en el precio de las acciones ya sean estas transadas en bolsa o no.

Cuando la empresa es pública³², la incorporación de las inversiones al precio de la acción, es realizada por el mercado de manera automática a través de las fluctuaciones de los precios en función de la oferta y la demanda, las cuales se determinan a su vez por diversos factores y se ven afectadas por las "fricciones" de mercado mencionadas en este documento. Es mediante este mecanismo que el valor de una empresa se relaciona con las políticas de dividendos y estructura de capital. Cabe mencionar que la incorporación del valor en base a utilidades esperadas puede

generar burbujas especulativas que se originan al tomar decisiones financieras (como dividendos y endeudamiento por ejemplo) en base a utilidades que no han sido percibidas y que pueden no tener ningún fundamento contable, dejando en evidencia una vez más la importancia del análisis de las imperfecciones del mercado.

14. ACTUALIDADES SOBRE EL TEMA

Durante los últimos 10 años se han generado grandes cambios en la forma de hacer negocios. Luego de un periodo de bonanza económica durante los años noventa la economía estadounidense inició el milenio experimentando una fuerte desaceleración ocasionada por el colapso de la burbuja de las dot-com además del colapso financiero de grandes empresas públicas como ENRON y WorldCom. Los efectos de dicha crisis financiera dejaron lecciones que cambiaron las regulaciones estatales y dejaron entre dicho en primer lugar el prestigio y la veracidad de la información brindada por las firmas de auditoría, en segundo lugar se cuestionó severamente a las calificadoras de riesgo por no haber brindado señales claras y oportunas.

No obstante a mediados de la década llegó finalmente la recuperación económica, impulsada por la reactivación del mercado inmobiliario generada por altos niveles de liquidez y bajas tasa de interés en el mercado financiero. Como resultado los bancos redujeron significativamente sus límites de asunción de riesgo, dando lugar a una gran cantidad de productos derivados de las hipotecas sub-prime, que ocasionaron literalmente una avalancha económica a escala mundial. Los efectos de esta crisis se hicieron sentir fuerte en todos los mercados mundiales, generando una recesión generalizada, altos niveles de desempleo y mayor endeudamiento de los gobiernos quienes tuvieron que salir al rescate del sistema financiero, dando paso a la crisis de deuda soberana que ha puesto a temblar a la zona EURO y a los Estados Unidos³³ a quien recientemente Standard and Poor's redujo la calificación de riesgo de la deuda soberana, hecho sin precedentes en la historia de dicho país.

En este entorno incierto, en el que lo único constante ha sido el cambio, es donde se hacen evidentes los efectos de las imperfecciones de mercado. En primer lugar las acciones de crecimiento han perdido gran parte de su atractivo como resultado del desalentador rendimiento del mercado accionario en general, y las acciones que pagan dividendos se han convertido en el refugio de muchos que están dispuestos a sacrificar rentabilidad por seguridad. De tal manera que el efecto informativo de los dividendos cobra relevancia en estos tiempos de incertidumbre, dejando en evidencia las asimetrías de información en el valor de las empresas, en el sentido que la preferencia por este tipo de acciones no viene dado por el hecho de que paguen dividendos o no, sino que por el hecho que al pagarlos se transmite la confianza de los gerentes en el retorno de las inversiones a futuro.

Con respecto a la estructura de capital, los costos de agencia adquieren mayor relevancia en un ambiente incierto en donde incrementa la presión por generar flujos para honrar las obligaciones, forzando al CEO a aplicar mayor disciplina financiera, a la vez que obliga a analizar con mayor diligencia decisiones futuras de inversión, apalancamiento o pago de dividendos. Al igual que en apartado anterior se debe resaltar que la política de financiamiento tiene relevancia ante la luz de las imperfecciones de mercado.

Con los cambios actuales en los organismos reguladores y luego del *downgrade* de la deuda soberana de Estados Unidos, los costos de contratación y flotación de las emisiones de deuda sufrirán modificaciones importantes, afectando cada vez más las decisiones sobre apalancamiento o dividendos, evidenciando así que el entorno económico cambiante, hace cada vez más complejo al mercado. La toma de decisiones gerenciales requiere de conocimiento y análisis de las situaciones externas a la empresa, ya que pueden tener un impacto directo o indirecto a la situación financiera y esto incluye a las decisiones de financiamiento y de pago de dividendos.

15. ¿SON RELEVANTES LA POLITICA DE DIVIDENDOS Y LA POLITICA DE ENDEUDAMIENTO PARA LA CREACIÓN DE VALOR?

La creación de valor es la meta definitiva de todo CEO; los inversionistas entregan su dinero a las empresas y esperan una retribución a cambio, ya sea esta en forma de dividendos ó ganancias de capital a través de más y mejores inversiones que incrementen el valor de su inversión original. La creación de valor debe provenir de decisiones estratégicas, enfocadas en desarrollar ventajas competitivas, reconociendo aquellas opciones reales que puedan colocar a la empresa en una posición favorable en un futuro. Las decisiones financieras, como las fuentes de financiamiento o la manera de retribuir a los accionistas no generan realmente valor, sino una transferencia entre varios agentes (incluyendo el fisco y los acreedores) que se reparten los flujos generados por la empresa. Hasta aquí, la controversia sobre la política de dividendos y la estructura de capital, se inclina sobre aquellos que afirman que son irrelevantes.

Pero este hecho no implica que no deban ser tomadas en cuenta, pues de acuerdo a lo visto en los capítulos anteriores, detrás de las decisiones sobre dividendos y apalancamiento existen implicaciones que podrían afectar significativamente el desempeño de la empresa y por ende su valor. Imagine una situación en la que una junta directiva decide pagar dividendos a los accionistas, para hacerlo el CFO recurre a la deuda; los pagos de intereses y obligaciones reducen el flujo de efectivo, por lo que se debe tomar la decisión de recortar los gastos. En este caso, se podría optar por reducir los gastos en I&D, Marketing, recortes de personal o lo que es peor, rechazar proyectos de gran potencial debido a una situación de "financial distress".

Todo esto coloca a la empresa en una posición en la que puede destruir valor, a raíz de una decisión que en teoría no importa. Otra situación que refleja la importancia de estas decisiones, es la de una empresa que cuenta con efectivo en abundancia, generado por un buen rendimiento operativo. Las oportunidades de inversión son limitadas y los accionistas quieren saber que se hará con el efectivo. El CFO debe analizar la situación y decidir si pagar dividendos o apostar en proyectos de diversificación. Ambas decisiones pueden tener consecuencias en el valor de la empresa, por lo que la irrelevancia pierde fuerza ante estos argumentos. Pero en realidad las proposiciones de irrelevancia han sido bastante útiles y han ganado reconocimiento en el mundo corporativo.

Es reconocido que la política de dividendos y la estructura de capital no tienen relevancia para la creación de valor, pero las imperfecciones del mercado, tienen implicaciones que pueden ser fácilmente reconocidas mediante la simulación de un mercado perfecto y sin fricciones. Es por eso que la política de dividendos y la estructura de capital de una empresa no pueden ser ignoradas a la hora de tomar decisiones, ya que situaciones como el llamado "financiamiento", la bancarrota y sus costos indirectos, la sub-inversión y sobre-inversión son problemas que podrían afectar a la empresa y al hacerlo afectarían a los accionistas.

La reflexión final del documento es referente a los tipos de inversionistas, los cuales se encuentran en variedad en el mercado. Preocuparse por aquellos que exigen dividendos, diversificación o mayor apalancamiento es realmente innecesario, ya que el mercado puede perfectamente satisfacer estas demandas fácilmente. Si un inversionista exige dividendos (pues requiere de efectivo), puede perfectamente recurrir a los mercados de capital, vender sus acciones y conseguir dinero; si exigen diversificación, pueden optar fácilmente por diversificar ellos mismos su portafolio; si exigen apalancamiento, pueden recurrir ellos mismos a la deuda, comprando así acciones de una forma apalancada.

Las verdaderas preocupaciones a la hora de tomar decisiones de financiamiento y dividendos deben de ir orientadas a minimizar los efectos de las fricciones de mercados que son las que realmente pueden afectar el valor de una empresa. Finalmente y a pesar de todo lo que se pueda decir a favor de la política de dividendos y de endeudamiento, es en realidad la política de inversión la que determina el verdadero valor de la empresa y la que genera la ventaja competitiva, que hará crecer las utilidades y nos pondrá en una mejor posición que los competidores a futuro y de una manera duradera.

Por ende las estrategias corporativas deben de tratar de maximizar la riqueza de los accionistas, mediante una Buena política de inversión y no mediante políticas de dividendos y de endeudamiento.

16. BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS

¹ Adjetivo que se le da a aquellos profesionales que, a diferencia de los académicos, cuentan con la experiencia de la práctica.

² Costo de Capital Promedio Ponderado (*Weighted Average Cost of Capital*)

³ *Bankruptcy Costs* (Costos de Bancarrota): Son los costos directos e indirectos generados por situaciones de insolvencia o incapacidad de hacer frente a las obligaciones.

⁴ *Homemade Leverage* (Apalancamiento Casero): Situación en que los inversionistas acceden a la deuda para comprar acciones de empresas no apalancadas, hecho que equivale a que la empresa estuviera apalancada.

⁵ Extraído de “Historia de los Conceptos de Finanzas”, Luis Antonio Pineda, Universidad de El Salvador, 2008

⁶ “DE REPENTE, LOS DIVIDENDOS SE HAN VUELTO MÁS ATRACTIVOS”, Business Week, Diciembre 29, 2008

⁷ Merton H Miller “*The Modigliani & Miller proposition after thirty years*”. The Journal of Economics perspectives (Fall 1988)

⁸ *Chief Financial Officer*: Es el equivalente en español a un Gerente Financiero

⁹ Merton Miller, en un artículo publicado en el *Journal of Economics Perspectives*, en el otoño del 88, titulado “Las proposiciones de M&M después de 30 años” escribe: “Las proposiciones de irrelevancia, que aún son atribuidas a nosotros (quizás por la manera provocativa con que quisimos demostrar nuestro punto) es decir, que la estructura de capital y la política de dividendos no tienen ninguna relevancia para el valor de las empresas, está muy lejos de ser lo que realmente quisimos decir. Viéndolo en perspectiva, quizás debimos hacer más énfasis en el otro lado de la irrelevancia; es decir, que al mostrar lo que no importa se puede ver por implicación lo que verdaderamente importa.”

¹⁰ Valor Actual Neto: Método usado en la valoración de proyectos y empresas, en el cual al valor presente de los flujos de dinero que ingresan se les resta el valor presente de los flujos de dinero salientes, ambos descontados a una tasa fijada conocida como costo de capital.

¹¹ Barclay, Smith & Watts “The determinants of corporate leverage and dividend policies”. The new corporate finance. MacGraw-Hill 1997

¹² Oficial impuesto por alguna autoridad regulatoria o por la institución acreedora para asegurar y proteger sus intereses

¹³ Específicamente, proyectos de alto riesgo que los gerentes y las juntas directivas podrían aprobar, pero que son regularmente rechazados por los interventores de bancarrota. Esto es bastante predecible y lógico, ya que si el proyecto fracasa, los acreedores protestan por la aprobación del interventor, pero si el proyecto es rentable la gerencia obtiene todo el crédito.

¹⁴ Financial Distress: Dificultad para hacer frente a las obligaciones financieras debido a la insuficiente generación de flujos de efectivo. Esto es a menudo generado por un excesivo endeudamiento o por deficientes resultados operativos.

¹⁵ Free Cash Flow (Flujo de Caja Libre): Es el efectivo con el que cuenta una empresa luego de financiar sus gastos de capital o inversiones de crecimiento.

¹⁶ Categoría otorgada por las calificadoras de riesgo a aquellas instituciones que incumplen con los pagos de obligaciones. Las consecuencias de caer en situación de default son: Pérdida de credibilidad con los clientes, proveedores, instituciones financieras y la inevitable caída del valor e mercado de las acciones.

¹⁷ Al emitir más acciones se produce una transferencia de valor de los antiguos accionistas a los nuevos, el valor de mercado de la empresa se mantiene debido a que la política de inversión se mantiene invariable, por lo que las acciones antiguas experimentan una pérdida de capital, generando una dilución en la propiedad de las utilidades y del control de la compañía.

¹⁸ Los costos de agencia se refieren a la pérdida de valor como producto de separar la propiedad de la empresa (accionistas) con el control operativo (Administración)

¹⁹ La reducción de la dispersión de la propiedad ha beneficiado a grandes inversionistas como Warren Buffet, Kohlberg Kravis & Roberts (KKR) y Forstmann Little

²⁰Ver Nejat Seihum. "Insider Profits. Cost of trading and market efficiency" Journal of Financial Economics vol. 16 (1986)

²¹Ver Clifford Smith "Investment banking and the capital acquisition process" Journal of Financial Economics Vol. 16 (1986)

²² Especialmente cuando piensan que la empresa se encuentra sub-valorada.

²³ Imaginemos un CFO que tiene la necesidad de capital adicional, ya sea deuda o acciones. Si piensa que ambas opciones están subvaloradas optará por la que lo esté menos, en este caso la deuda, pero si ambas estaban sobrevaloradas optará por la que lo está más, las acciones.

²⁴ Barclay, Smith & Watts "The determinants of corporate leverage and dividend policies" The new corporate finance. MacGraw-Hill 1997

²⁵ Ver Stewart Myeers: "The Capital Structure Puzzle", Journal of Finance vol 39 (1984)

²⁶ Ver Graham & Harvey, "How do CFO make capital Budgeting an capital structure decisions? Duke University, Journal of Financial Economics (2001)

²⁷ Ver Graham & Harvey, "How do CFO make capital Budgeting an capital structure decisions? Duke University, Journal of Financial Economics (2001)

²⁸ Los beneficios de la deuda son el escudo fiscal y el efecto disciplinario para controlar el "free cash flow problem", los costos son los asociados con la bancarrota y los problemas de liquidez (financical distress), principalmente en forma de subinversión corporativa

²⁹ La información que manejan los Gerentes es significativamente más acertada que la información que manejan los accionistas.

³⁰ Does Executive Compensation Affect Investment? Robert Gibbons & Kevin j. Murphy. The Journal of Applied Corporate Finance. July 1992

³¹ Descontando a valor presente los flujos generados a futuro para que sea reflejado en el valor de la empresa a través del método del VAN.

³² Entiéndase por empresa pública aquella cuyas acciones y títulos de deuda son transados en los mercados financieros por medio de bolsa de valores.

³³ La mayor economía del mundo con un PIB de US 15.01 billones (US 15,012.18 billons) a precios corrientes para el segundo trimestre de 2011. Fuente: Gross Domestic Product Report. Second quarter 2011, U.S Department of Commerce.