



Munich Personal RePEc Archive

## **Estructura de financiamiento: ¿cuánta deuda debería incorporar en mi empresa?**

Rubio, Fernando

29 January 2006

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/578/>

MPRA Paper No. 578, posted 26 Oct 2006 UTC

## ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO:

# Cuánta Deuda debería

## Resumen ejecutivo

El artículo estudia algunos aspectos relativos a la estructura de financiamiento. En particular, se analiza si es bueno endeudarse y, en caso que lo sea, en que escenarios una empresa debiera incorporar deuda. Para ello se utiliza como esquema de trabajo el aporte de Modigliani y Miller. Luego, se realiza un análisis estadístico de empresas que cotizan en el mercado de Estados Unidos para contrastar empíricamente las proposiciones. La conclusión al interrogante es: "Depende del negocio en que trabaje su empresa, su preferencia por riesgo y su preferencia por compartir protagonismo".



# Incorporar en mi Empresa?

En sus trabajos ahora clásicos, Modigliani y Miller desarrollaron los llamados teoremas MM. La idea básica de tales teoremas es que bajo ciertos supuestos, es irrelevante la política de financiamiento y así, también la política de dividendos. El análisis de MM evoluciona desde una situación inicial simplificada por supuestos muy restrictivos, en la cual la política de financiamiento es irrelevante, hacia otra situación más real en la cual se incorporan imperfecciones de mercado, tales como impuestos y costos de quiebra, donde la política de financiamiento es relevante.

## Autor:

Fernando Daniel Rubio Fernández<sup>1</sup>. Candidato a Doctor en Economía Financiera por la Universidad Autónoma de Madrid, Magíster en Administración mención Finanzas por la Universidad de Chile e Ingeniero Comercial por la PUCV. Profesor Adjunto en la Escuela de Gestión para Graduados de la Universidad de Valparaíso.

## Introducción

El balance de una empresa puede ser visto en forma simple, aunque también correcta, desde la perspectiva de evaluación de proyectos. En el lado de los activos están los diversos proyectos que le debieran significar ingresos a la empresa. En el lado de los pasivos están las formas en que la empresa ha elegido para financiar dichos proyectos. También en forma simple, puede dividirse estas fuentes de financiamiento en dos: aquel capital entregado por los dueños de la empresa y aquel entregado por terceros no dueños de la empresa. Se tiene así, la clásica división entre patrimonio y deuda. Entonces, la estructura de financiamiento es la proporción entre patrimonio y deuda que la empresa utiliza para financiar sus activos (proyectos). Recuerde que básicamente una empresa puede elegir entre tres formas de financiamiento: emitir más capital, incurrir en deuda o utilizar las utilidades retenidas. Ésto último, opuesto a distribuir estas utilidades retenidas como dividendos. Puesto que estas utilidades forman parte del patrimonio, la relación entre política de dividendos y financiamiento es clara. Las decisiones están interrelacionadas.

Una pregunta debiera surgirle de inmediato a un administrador de empresas, entendiéndolo desde la perspectiva del IESE según de Carlos (2000): "Administrar es llevar a la empresa desde la situación actual a una futura mejor en términos de eficacia, eficiencia y justicia". Dicha pregunta es ¿Importa tener más o menos deuda en dicha estructura? O, más formalmente, ¿Es relevante la estructura de financiamiento para agregar valor a la empresa?

Esta pregunta se comenzó a responder formalmente desde inicios de la segunda mitad del siglo pasado. Los primeros autores que se reconocen como estudiosos del tema son Modigliani y Miller<sup>2</sup>, a quienes se les otorgó el Premio Nobel de Economía, en 1985 y 1990 respectivamente, según la Fundación Nobel "por sus contribuciones fundamentales a la teoría de las finanzas corporativas"<sup>3</sup>.

En sus trabajos ahora clásicos, Modigliani y Miller desarrollaron los llamados teoremas MM. La idea básica de tales teoremas es que bajo ciertos supuestos, es irrelevante la política de financiamiento y así, también



Existen algunas ventajas en tener deudas. El beneficio principal está ligado a los impuestos, ya que los intereses se deducen antes de determinar los beneficios gravables con impuestos y así, la deuda se hace menos onerosa comparada con el patrimonio. Pero, existen desventajas de tener deuda, principalmente el peligro de la quiebra.



la política de dividendos. En concreto, se establece que ni la estructura de financiamiento ni la política de dividendos afectan el valor de mercado de la empresa ni tampoco su costo promedio de capital. Formalmente, el teorema de la separación del valor establece que el valor de mercado de cualquier empresa es independiente de su estructura de capital.

Estas conclusiones se lograron asumiendo un mercado de capitales perfecto, es decir, una estructura teórica en la cual, entre otras condiciones, se cumple que todos los inversionistas son racionales; la información está disponible para todos los inversores sin costo alguno, y ningún inversor es lo suficientemente grande como para afectar el precio de un valor en el mercado. Además, no existen costos de transacción para los inversores, no existen costos de emisión para la empresa, y existe ausencia de impuestos. También, Modigliani y Miller supusieron que la política de inversiones viene determinada para la empresa, no está sujeta a cambios y que existe certeza perfecta de todo inversor acerca de las inversiones y rentabilidad futura de la empresa.

Ahora, cuando se levantan algunos de estos supuestos, en particular, se introducen los impuestos al modelo, se concluye que el retorno esperado al invertir en una empresa es igual al rendimiento requerido para una empresa libre de deuda, más un premio basado en la estructura de capital. En concreto, cuando hay impuestos, el valor de la empresa con deuda es el valor de una empresa sin deuda más un beneficio tributario por el subsidio al pago de intereses de la deuda. Por tanto, convendría tener deuda. Es más, se establece que el retorno esperado al invertir en una empresa (y, por tanto, el costo promedio de capital para la firma) se incrementa linealmente a medida que aumenta el endeudamiento. Según la Fundación Nobel: “El mensaje principal de los teoremas de MM puede ser expresado como sigue: si hay una estructura óptima de financiamiento y política de dividendos para las firmas (es decir, si la estructura de financiamiento y la política de dividendos afectan el valor de mercado de la empresa) entonces esto refleja las consecuencias de los impuestos y otras imperfecciones de mercado explícitamente identificadas”.

En definitiva, el análisis de MM evoluciona desde una situación inicial simplificada por supuestos muy restrictivos, en la cual la política de financiamiento es irrelevante, hacia otra situación más real en la cual se incorporan imperfecciones de mercado, tales como impuestos y costos de quiebra, donde la política de financiamiento es relevante. Y la conclusión práctica es que valdría la pena incorporar deuda en la estructura de financiamiento de los proyectos de la empresa<sup>4</sup>.

La situación se podría explicar en forma muy simple. A lo menos dos imperfecciones de mercado hacen que sea bueno para la empresa incorporar deuda. Primero, los pagos de intereses (el costo de arriendo de capital otorgado por los acreedores) son deducibles de impuestos mientras que los dividendos (el costo de arriendo del capital otorgado por los dueños) no lo es. Segundo, en caso de quiebra, los acreedores por ley cobran primero que los dueños. En consecuencia, los dueños normalmente demandaran un retorno más alto que el retorno exigido por los acreedores para prestarle dinero a la empresa. En resumen, las imperfecciones propias de los mercados reales introducen, en principio, un sesgo a favor del financiamiento con deuda.

La decisión es importante y no trivial porque el valor generado que logre la empresa al realizar un proyecto será la diferencia entre el retorno logrado por el proyecto y los retornos que deberá pagarles a quienes financiaron tal proyecto (acreedores y dueños), es decir, el costo promedio ponderado de capital de la firma. En la medida que el retorno exigido por estos sea más alto, menor será la posibilidad de la empresa de generar valor.

Sin embargo, la situación no es tan simple porque el endeudamiento implica riesgos.

MM suponen la no existencia de bancarrota y del costo de bancarrota. Sin embargo, a medida que se deteriora el resultado de operación de la empresa con relación a sus obligaciones contractuales fijas, o conforme aumenta el monto de la deuda con relación al capital de la empresa para un nivel dado de rendimiento operacional, los mercados financieros pueden volverse muy escrupulosos para proporcionar financiamiento adicional. Ello se reflejaría en una tasa de interés más alta que haría menos atractiva la deuda.

Los acreedores normalmente protegen su otorgamiento de fondos a la empresa mediante garantías en base a los activos de la empresa. Pero, a medida que la empresa aumenta la proporción de deuda en la estructura de financiamiento, los acreedores comienzan a percibir más riesgo debido a que encuentran menos garantías en los activos que respalden sus derechos. Entonces, los acreedores racionalmente aumentarán la tasa de interés de la deuda a medida que aprecien más riesgo, esto es, a medida que perciben que ellos son más protagonistas en el sentido que proveen una mayor proporción de fondos en la estructura de financiamiento. En un extremo, si la empresa se financia enteramente con deuda, los acreedores concluyen que si las cosas van mal, ellos deberán asumir los costos. Pero, si las cosas van bien, ellos sólo obtienen los intereses de la deuda mientras los beneficios son para los dueños. En consecuencia, puesto que la tasa de interés de la deuda aumenta a medida que la proporción de deuda en la estructura de financiamiento

aumenta, habría en definitiva, un punto óptimo de endeudamiento. La empresa debiera incorporar más deuda siempre y cuando ésta no sea tan onerosa que no le permita generar valor.

En resumen, existen algunas ventajas en tener deudas. El beneficio principal está ligado a los impuestos, ya que los intereses se deducen antes de determinar los beneficios gravables con impuestos y así, la deuda se hace menos onerosa comparada con el patrimonio. Pero, existen desventajas de tener deuda, principalmente el peligro de la quiebra. En consecuencia, las empresas intentan mantener el endeudamiento “justo”: suficientemente alto como para obtener ventajas del apalancamiento pero no tan alto como para llegar a ser un peligro el no pago de intereses o de amortizaciones que

eventualmente podría llevar a la quiebra o a una situación cercana a ésta.

En definitiva, el punto clave en la decisión de financiamiento es el riesgo inherente en el negocio debido al apalancamiento incurrido. El apalancamiento surge cuando una empresa, con el fin de incrementar la rentabilidad de los activos, recurre a cargas fijas, operativas y financieras. A mayores cargas, mayor riesgo. El riesgo de quiebra se relaciona con la imposibilidad de cubrir esas cargas fijas. Así, el apalancamiento financiero refleja el impacto de un determinado nivel de endeudamiento sobre la utilidad neta.

Los efectos del apalancamiento pueden graficarse mediante un ejemplo simple de dos negocios de diferente riesgo. En la Figura 1, se muestra el estado de resultados de una empresa con un negocio de riesgo moderado

**Figura 1 / Ejemplo de apalancamiento en un negocio de riesgo moderado.**

EERR	90% patrimonio			50% patrimonio			10% patrimonio		
	Malo	Normal	Bueno	Malo	Normal	Bueno	Malo	Normal	Bueno
Ventas	1,000	2,000	3,000	1,000	2,000	3,000	1,000	2,000	3,000
Costo (70%)	700	1,400	2,100	700	1,400	2,100	700	1,400	2,100
Margen	300	600	900	300	600	900	300	600	900
GAV	400	400	400	400	400	400	400	400	400
Intereses	40	40	40	200	200	200	360	360	360
UAI	140	160	460	300	0	300	460	160	140
Impuesto 20%	0	32	92	0	0	60	0	0	28
Utilidad neta	140	128	368	300	0	240	460	160	112
RSI (%)	4	4	10	15	0	12	115	40	28
<b>Financiamiento de la inversión de la empresa (\$4,000):</b>									
Deuda al 10%	400	400	400	2,000	2,000	2,000	3,600	3,600	3,600
Patrimonio	3,600	3,600	3,600	2,000	2,000	2,000	400	400	400

**Figura 2 / Ejemplo de apalancamiento en un negocio de riesgo elevado.**

EERR	90% patrimonio			50% patrimonio			10% patrimonio		
	Malo	Normal	Bueno	Malo	Normal	Bueno	Malo	Normal	Bueno
Ventas	200	2,000	6,000	200	2,000	6,000	200	2,000	6,000
Costo (70%)	140	1,400	4,200	140	1,400	4,200	140	1,400	4,200
Margen	60	600	1,800	60	600	1,800	60	600	1,800
GAV	400	400	400	400	400	400	400	400	400
Intereses	40	40	40	200	200	200	360	360	360
UAI	380	160	1,360	540	0	1,200	700	160	1,040
Impuesto 20%	0	32	272	0	0	240	0	0	208
Utilidad neta	380	128	1,088	540	0	960	700	160	832
RSI (%)	11	4	30	27	0	48	175	40	208
<b>Financiamiento de la inversión de la empresa (\$4,000):</b>									
Deuda al 10%	400	400	400	2,000	2,000	2,000	3,600	3,600	3,600
Patrimonio	3,600	3,600	3,600	2,000	2,000	2,000	400	400	400



bajo tres posibles escenarios económicos (malo o pesimista, normal y bueno u optimista) y tres estructuras de financiamiento o de apalancamiento (90%, 50% y 10% de capital, el resto deuda). En la Figura 2, se muestra el estado de resultados de una empresa con un negocio de riesgo elevado, también bajo los mismos tres posibles escenarios económicos y mismas tres estructuras de financiamiento o de apalancamiento. Aquí, el riesgo del negocio es más elevado porque ante un escenario diferente del normal las ventas caen mucho o suben mucho en relación al menos riesgo. Técnicamente, porque existe una mayor varianza en los resultados posibles.

**Las conclusiones aquí son:**

1. Cuando hay mayoritariamente patrimonio en la estructura de financiamiento de la empresa (lado izquierdo) y las cosas van mal, la pérdida está controlada. Ahora, si las cosas van bien, el retorno sobre la inversión es normal.
2. Cuando hay mayoritariamente deuda en la estructura de financiamiento de la empresa (lado derecho) y las cosas van bien, el retorno sobre la inversión se potencia (apalanca). Sin embargo, si las cosas van mal, la pérdida también se apalanca.
3. En definitiva, al aumentar el riesgo del negocio que desarrolla la empresa, los resultados anteriores se extreman.

En consecuencia, el administrador de empresas debe equilibrar los beneficios para la empresa al incurrir en deuda con los costos o riesgos de un excesivo apalancamiento. Entre dichos costos o riesgos, no sólo está el de posible bancarrota, sino también las eventuales consecuencias en las decisiones que puedan tomar los empleados, clientes y proveedores a medida que esta situación de poca holgura se desarrolla. Por ejemplo, ante esta situación riesgosa, empleados claves podrían migrar de la empresa. También, clientes y proveedores importantes podrían expresar con hechos su preocupación ante el futuro incierto de la empresa. En resumen, la decisión de financiamiento es una que involucra costos y beneficios o, más formalmente, riesgo y retorno. En este sentido, es una decisión basada en preferencias. Si dentro de la misión de la empresa está el asumir mayores riesgos a objeto de conseguir eventuales mayores retornos esperados, el administrador debiera desarrollar negocios de riesgo elevado y alto apalancamiento.

El resto de artículo pretende mostrar evidencia empírica que avale estas afirmaciones. Para ello a continuación se explican aspectos metodológicos y luego se muestran los resultados y conclusiones obtenidos.

**Aspectos Metodológicos**

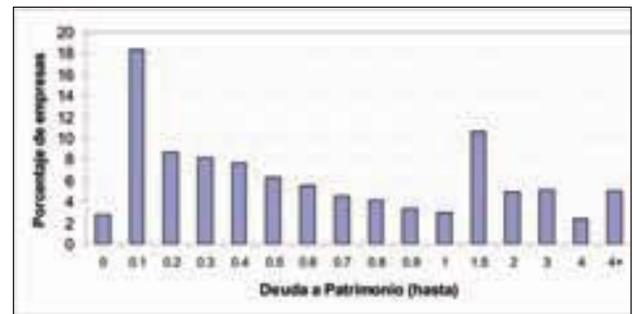
Se utiliza para el análisis una muestra de 4613 empresas que cotizan en las bolsas NYSE, NASDAQ y AMEX. La fuente de datos es Reuters. Primero, se realiza un análisis simple para mostrar ciertas características de la muestra en este sentido. Luego, se realiza un análisis de regresión

por mínimos cuadrados ordinarios para encontrar evidencia empírica respecto a las relaciones antes planteadas. En las figuras de resultados, se muestra el coeficiente de la variable independiente así como su prueba t inmediatamente abajo y en negrita. Luego, a la derecha el coeficiente de determinación corregido por grados de libertad en negrita e inmediatamente abajo, el tamaño de muestra en la regresión. Se define la variable dependiente “ratio de endeudamiento de la empresa” como el ratio deuda a patrimonio de la empresa. Las variables independientes que se utilizará para explicar su varianza son: el “tamaño de la empresa” definido como el valor de los activos contables en millones de dólares, el “riesgo del negocio” medido por el beta de la empresa, el “retorno del negocio” medido por el retorno sobre los activos de la empresa. Adicionalmente, se estudia la composición de la propiedad del patrimonio de la empresa. Aquí, se utiliza como variables independientes para explicar el endeudamiento a los “insiders” y los “institucionales”, ambos medidos por la proporción de propiedad que los insiders y los institucionales tienen respectivamente en el patrimonio.

**Resultados**

Un análisis simple de la muestra permite apreciar que no hay consenso en cuanto a una determinada estructura de financiamiento óptima. La Figura 3 muestra que existen múltiples estructuras de financiamiento utilizadas por las empresas. En consecuencia, pareciera que el análisis para sopesar los riesgos y los retornos que presentan diferentes estructuras de financiamiento entregaría conclusiones distintas a los directivos en diferentes empresas.

**Figura 3: Estructura de financiamiento en las empresas.**



Adicionalmente, un análisis de regresión permite dilucidar ciertas relaciones interesantes. La Figura 4 muestra resultados seleccionados de este análisis.

**Figura 4 / Resultados del análisis de regresión.**

Tamaño	Riesgo	Retorno	Insiders	Institucional	Ajuste
3.46					<b>0.00</b>
<b>2.49</b>					4609
	0.30				<b>0.00</b>
	<b>2.46</b>				3903
		-0.02			<b>0.00</b>
		<b>-3.73</b>			4411
			0.01		<b>0.00</b>
			<b>1.01</b>		4590
				-0.00	<b>-0.00</b>
				<b>-0.31</b>	4526

Los resultados de la Figura 4 muestran lo siguiente:



El tamaño de la empresa es relevante en explicar la proporción de deuda en la estructura de financiamiento. Al parecer, a mayor tamaño de la empresa existiría un mayor apalancamiento. Podría postularse que, en general, las empresas de mayor tamaño tendrían un mayor poder de negociación con los proveedores de capital y así, podrían obtener mayores beneficios relativos del apalancamiento.

El riesgo del negocio es relevante en explicar la proporción de deuda en la estructura de financiamiento de la empresa. Al parecer, a mayor riesgo del negocio de la empresa existiría un mayor apalancamiento. Podría postularse que, en general, las empresas que tienen una mayor preferencia por riesgo, en la búsqueda de mayor retorno, eligen negocios con alto riesgo y los financian con alto apalancamiento.

El retorno del negocio es relevante en explicar la proporción de deuda en la estructura de financiamiento de la empresa. Al parecer, a mayor retorno del negocio de la empresa existiría un menor apalancamiento. Podría postularse que, en general, las empresas que desarrollan negocios con alto retorno son menos propensas a apalancarse.

La propiedad del patrimonio de la empresa es relevante aunque no estadísticamente significativa en explicar la proporción de deuda en la estructura de financiamiento de la empresa. Al parecer, a mayor proporción de la propiedad de la empresa que tengan los insiders existiría un mayor apalancamiento. Mientras que a mayor proporción de la propiedad de la empresa que tengan los institucionales existiría un menor apalancamiento. Podría postularse que, en general, los insiders tienen una mayor preferencia por riesgo mientras que los institucionales una menor propensión al riesgo. Sin embargo, cabe insistir que los resultados no son estadísticamente significativos.

Como comentario adicional, los resultados de la regresión por mínimos cuadrados muestran un coeficiente de determinación característico de este tipo de análisis, tal como explican Lakonishok, Shleifer y Vishny (1994). Por esta razón y consistente con los resultados obtenidos, se realiza el mismo análisis esta vez para los sectores industriales a los cuales pertenecen las empresas en la muestra. Se identifican 102 industrias. Los resultados obtenidos se presentan en la Figura 5.

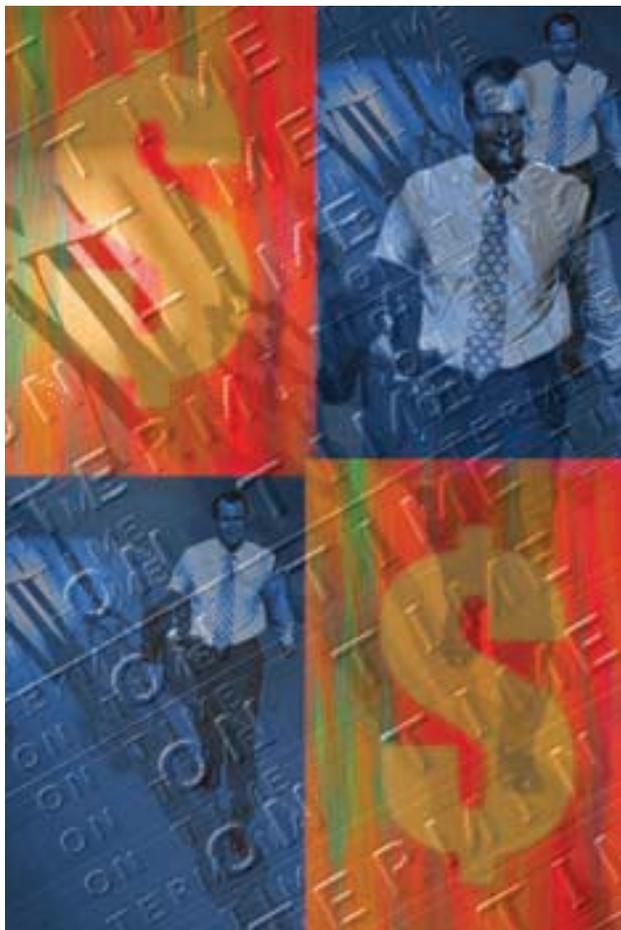
**Figura 5 / Resultados del análisis de regresión por industrias.**

Tamaño	Riesgo	Retorno	Riesgo / Retorno	Ajuste
2.79				-0.01
<b>0.66</b>				102
	0.82			<b>0.00</b>
	<b>1.07</b>			102
		-0.30		<b>0.22</b>
		<b>-5.36</b>		102
			-0.11	<b>0.05</b>
			<b>-2.58</b>	102
	-0.50	-0.31		<b>0.21</b>
	<b>-0.69</b>	<b>-5.25</b>		102
2.94	0.84			<b>-0.00</b>
<b>0.69</b>	<b>1.09</b>			102
2.97		-0.29		<b>0.21</b>
<b>0.79</b>		<b>-5.36</b>		102
2.90	-0.49	-0.31		<b>0.21</b>
<b>0.77</b>	<b>-0.67</b>	<b>-5.24</b>		102
2.87			-0.11	<b>0.05</b>
<b>0.49</b>			<b>-2.58</b>	102

**Los resultados de la Figura 5 muestran lo siguiente:**

El retorno del negocio es la variable más relevante en explicar la proporción de deuda en la estructura de financiamiento de la empresa. Al parecer, a mayor retorno del negocio de la empresa existiría un menor apalancamiento. Podría postularse que, en general, las empresas que desarrollan negocios con alto retorno son menos propensas a apalancarse. La fortaleza estadística del retorno es fuerte ante la comparación con el riesgo y el tamaño de la empresa, las cuales se hacen estadísticamente no significativas. Respecto al riesgo, no puede afirmarse que esta variable no sea importante. Lo único que puede decirse es que el riesgo del negocio no estaría bien medido a través del beta, tal como explican Fama y French (1992). Aun así, el retorno ajustado por riesgo si es relevante, indicando que a cuanto mayor es éste, menor es la deuda en la estructura de financiamiento.

En concreto, independiente del riesgo del negocio o el tamaño de la empresa, si se percibe que el negocio tendrá un alto retorno, esto haría que los inversores optaran por financiar el proyecto con una mayor proporción relativa de patrimonio en desmedro de la deuda. Las empresas más rentables se financiarían así con recursos propios y recurrirían esporádicamente a la emisión de nuevo patrimonio o deuda. Esto podría ser consistente con la hipótesis del pecking order de Myers (1984) y de Myers y Majluf (1984) quienes postulan que las estructuras de financiamiento están diseñadas para mitigar las ineficiencias en las decisiones de inversión causadas por la información asimétrica. Esto es, sugieren que existe un orden de elección de fuentes de financiamiento, suponiendo que las empresas tienden a evitar financiarse con fondos externos debido a los costos de la información diferencial entre administradores y propietarios actuales frente a los acreedores y nuevos propietarios (teoría de agencia). Por tanto, utilizarán de manera



prioritaria las utilidades retenidas para financiarse, si esto es insuficiente se recurriría al endeudamiento y solo en última instancia a la emisión de nuevo patrimonio.

### Conclusión

En el mundo real en que vivimos, existe un mercado de capitales imperfecto plagado de imperfecciones y sesgos. En particular, existe un sesgo hacia la preferencia por deuda respecto del capital en la estructura impositiva. En este mundo, la estructura de financiamiento no es irrelevante. Sin embargo, así como el apalancamiento tiene sus beneficios también tiene sus costos, entre ellos el de la bancarrota y el hecho de tener que reportar a terceros fuera de la empresa. Por tanto, el administrador de empresas responsable debe elegir una estructura de financiamiento que equilibre tales costos y beneficios. Esto debe hacerse analizando las particularidades del negocio y las preferencias en cuanto a la adecuada elección riesgo – retorno que se desee asumir como también su preferencia por compartir las decisiones. Así, la respuesta al interrogante ¿Cuánta deuda debería incorporar en mi empresa? es: “Depende del negocio en que trabaje su empresa, su preferencia por riesgo y su preferencia por compartir protagonismo”. En cualquier caso, como un llamado al sentido común, la primera fuente de generación de valor debiera ser su negocio, no su estructura de financiamiento. ●

### Bibliografía

- De Carlos, Carlos (2000): “Administración y Dirección”, 1ª reimpresión de la 2ª edición, 238 páginas, Ediciones Universitarias de Valparaíso (EUV).
- Durand, D. (1952): “Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement”, Conference on Research in Business Finance (N.Y, National Bureau of Economics Research).

- Durand, D. (1958): “The Cost of Capital, Corporation Finance and theory of Investment: Comment”. The American Economic Review, Vol. 48, June, 261-297.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French (1992): “The Cross-Section of Expected Stock Returns”. The Journal of Finance 47, 427-465.
- Lakonishok, Josef, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny (1994): “Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk”. The Journal of Finance, 49, 5, 1541–1578.
- Miller, M. H. (1988): “The Modigliani–Miller Propositions after Thirty Years.” Journal of Economic Perspectives 2(4), 99–120.
- Modigliani, F. and Miller, M. (1958): “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”. American Economic Review. Vol XLVIII. No 3.
- Modigliani, F. and Miller, M. (1963): “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction.” American Economic Review, 53, 433–443.
- Myers, S. (1984): “The Capital Structure Puzzle” The Journal of Finance. Vol. XXXIX, No 3. July.
- Myers, S. and Majluf, N. (1984) “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have information that investors do not have” Journal of Financial Economics. 13, 187-221.

### Notas:

- 1 Contactar en Fernando.Rubio@UV.cl
- 2 Franco Modigliani, profesor en el Massachusetts Institute of Technology y Merton Miller, profesor en el Chicago Graduate School of Business.
- 3 <http://nobelprize.org/economics/laureates/1990/press.html>
- 4 Cabe hacer notar que esta línea de pensamiento había sido desarrollada por Durand (1952 y 1958) en forma casi paralela. De hecho, las proposiciones de MM fueron altamente controversiales y uno de sus críticos fue Durand.



“Esta marca no se ve,  
pero la visten los hombres  
más elegantes de Chile”

