

Aspectos a tener en cuenta por las organizaciones para endeudarse a través de una emisión de bonos y no con acciones

Carlo Felipe Betancourt Guido (I.U. Escuela Nacional del Deporte)* Jhonatan Betancourt Peña (I.U. Escuela Nacional del Deporte)**

Resumen

El siguiente artículo busca describir la forma en la cual una organización en el momento de adquirir un endeudamiento, prefiere realizarlo a través de una emisión de bonos y no a través de una emisión de acciones.

Para ahondar en el tema, se realizará una descripción del sistema financiero colombiano y qué lo compone; posteriormente se aborda el funcionamiento del sistema financiero en Colombia, las diferencias y características de obtener financiamiento a través de bonos o acciones, los tipos de acciones y la razón por la cual una empresa decidiría elegir entre la opción de endeudamiento por medio de bonos y no de acciones.

Palabras clave: Sistema Financiero, Mercado Monetario, Mercado de Capitales, Mercado de Divisas, Acciones, Bonos.

Abstract

The following article looking to describe the way in which a company at the time of acquiring a debt, rather do it through a bond issue and not through a share issue. To delve into the subject, a description of the Colombian financial system will be conducted and that composes; the functioning of the financial system in Colombia, the differences and characteristics of obtaining financing through bonds or shares are subsequently addressed, the types of actions and why a company would decide to choose between the option of borrowing through bonds and not shares.

Keywords: Financial System, Money Market, Capital Market, Foreign Exchange Market, Actions, Bonds.

^{*} Administrador de Empresas. Docente. Facultad de Ciencias Económicas y Administración. Institución Universitaria Escuela Nacional del Deporte.

Correo: carlo.betancourt@endeporte.edu.co

^{**} Fisioterapeuta. Msc. Administración. Docente. Institución Universitaria Escuela Nacional del Deporte. Docente. Facultad de Salud. Escuela de Rehabilitación Humana. Universidad del Valle.

Correo: jonathan.betancourth@endeporte.edu.co



Introducción

Las organizaciones en la actualidad están en busca del crecimiento sostenible, tratando de adaptarse a un entorno cada vez más agresivo y competitivo (Buratti, 2002). Para Muñoz y Cardona (2007), hace algunos años las empresas no eran tan vulnerables a la competencia como ahora. Los avances tecnológicos, la incertidumbre de los mercados, la globalización, las fluctuaciones económicas, los cambios culturales y sociales han hecho que el riesgo de acoplarse adecuadamente al entorno sea mayor (Betancourt, 2005).

Las organizaciones deben diferenciarse de sus competidores para poder posicionarse en el mercado (Porter, Campos, Moreno y Sánchez, 2010), tienen el compromiso de generar un vínculo especial con sus clientes para satisfacer al máximo sus necesidades, superando las expectativas de este. Castro (2010), expone que internamente la obligación empresarial es la de maximizar sus fortalezas y disminuir sus debilidades. Por otra parte, en su entorno o ambiente en el que se encuentre, la misión es aprovechar las oportunidades y minimizar las amenazas (Betancourt, 2008).

La planeación estratégica es utilizada por las organizaciones con el fin de conseguir algo que se quiere en el corto, mediano o largo plazo. Podría decirse que la planeación estratégica es la herramienta administrativa más importante en la gestión empresarial, por ende, una buena planificación puede llevar una empresa al éxito al igual que una mala planificación puede llevar al fracaso (Watts y Ormsby, 2015).

La planeación estratégica nos ayuda a determinar cómo se encuentra una empresa en la actualidad y poder identificar las acciones que se van a tomar para que la organización sea competitiva y sostenible en el tiempo (Barney, J. B., 2001). Algunos caminos a seguir, marcados por la estrategia para el alcance de los objetivos requieren inversión.

Muchas veces no se tiene el capital suficiente o no se cuenta con un músculo financiero robusto para poder apalancar proyectos que a futuro van a generar mayores beneficios en la organización, por tal motivo las organizaciones deben acudir al endeudamiento (Brealey, 2007).

El endeudamiento es la fuente más frecuente que utilizan las empresas para adquirir fondos de financiación que sirven no solo para sus proyectos del ciclo productivo como para mejorar su infraestructura al igual para mantener su crecimiento (Stephen, Randolph, y Jeffrey, 2002).

Cuando se presentan ciclos donde las ventas crecen o hay tasas de interés atractivas en el mercado es una buena opción de financiación, pero cuando las ventas disminuyen o las tasas que ofrece el mercado son altas puede ser perjudicial.

De esta manera las empresas pueden elegir opciones diferentes al endeudamiento con entidades bancarias o financieras (Eiteman, Moffett, y Stonehill, 2000), las cuales pueden presentar una tasa de interés mayor y perjudicar su operación.

Se busca de cierta manera explicar dos tipos de adquisición de capital diferente al presentado al ofrecido por el sistema bancario por la vía del endeudamiento. Teniendo en las dos opciones presentadas, se pretende mostrar cual es la mejor y su justificación para elegirla.

Antecedentes

Para comprender estos postulados, inicialmente es importante tener en cuenta el concepto del mercado de capitales, sus funciones y características que lo integran.

Al hablar de mercado, se hace referencia al espacio físico o no físico en donde hay una interacción de oferentes y demandantes, de algún tipo de bien o servicio. Por su parte, el mercado financiero hace referencia a los a los activos financieros a negociar (Court y Tarradellas 2010). Teniendo claro qué es un mercado y qué son los mercados financieros, se debe precisar que el mercado de capitales es uno de



los principales indicadores de la situación socioeconómica y política de una nación. Su desempeño y estructura va a depender del grado de desarrollo en el que el país se encuentre, involucrando indicadores macroeconómicos como: el producto interno bruto (PIB), deuda externa, déficit fiscal, balanza comercial, inflación, devaluación, entre otros, como medidores de su situación presente. (Giraldo, 2001).

Según Court y Tarradellas (2010), el mercado de capitales es en donde se realizan operaciones de compra y venta de valores. De igual forma, se puede definir como un mercado doméstico o internacional en el que gobiernos, bancos y organizaciones pueden pedir prestado y/o invertir montos de dinero a largo y mediano plazo. Dentro de este mercado de capitales se encuentran las acciones, bonos e híbridos (acciones-bonos), teniendo las siguientes características:

Negociabilidad de los instrumentos. La propiedad de los bonos y acciones puede ser transferida de una parte a otra, dando al inversor la posibilidad de vender el instrumento antes que madure.

Fondeo no bancario. En el mercado de capitales, un emisor no pide prestado directamente al banco comercial, sino que accede a fuentes alternativas de fondos para la venta directa a los inversores.

Obligaciones. Acción o bono listado en un mercado de acciones, en donde se establecen los términos del contrato entre el emisor y comprador.

Vencimientos mayores. Extensión de tiempo por la cual el dinero es levantado.

Participantes. Tomadores de fondo: inversores institucionales. Ejemplo: Administradoras de fondo de pensiones, compañías de seguro y bancos comerciales. Proveedores de fondo: Inversores que entregan recursos y esperan más a cambio, dependiendo del período de tiempo y riesgo que asuman.

Clasificación. Los mercados de capitales se clasifican en:

1. Según su mecanismo: mercados centralizados y no centralizados (organización de negocios sin control y ubicación fiscal centralizada)

- 2. Según número de personas: oferta pública y oferta privada (el estado no interviene)
- 3. Tipo de instrumento: físico y en anotaciones en cuenta.
- 4. Según el plazo de los instrumentos: mercado monetario (instrumentos emitidos a menos de un año) y mercado de capitales (instrumentos emitidos a más de un año).
- 5. Según a quien esté dirigido el dinero: primario (inversor compra a emisor directamente) y secundario (la compra se realiza a un tercero).

Por su parte, Giraldo (2001) plantea las cinco funciones del mercado de capitales:

- 1. Canalizar recursos para la inversión: faculta a las empresas a captar directamente recursos de unidades económicas que poseen superávit, para financiar sus programas de inversión en activos fijos.
- 2. Diversificación de riesgos: esto favorece a los inversionistas y ahorradores, ya que permite extender sus inversiones por medio de un amplio portafolio, con el objetivo de disminuir el riesgo.
- 3. Asignar precios a los diferentes riesgos: la diferencia en precio de los títulos son dados por la valoración del riesgo que hace el mercado.
- 4. Transformar plazos: la actitud frente al riesgo es diferente para ahorradores e inversionistas. Los primeros generalmente desean invertir en activos financieros con plazos más cortos que los segundos.
- 5. Suministro de información: es una de las funciones más importantes ya que hace transparente las operaciones en el mercado.

Teniendo claro qué es un mercado de capitales, sus funciones y características, es necesario conocer la legislación actual que rige el mercado de valores colombiano. Se parte del hecho que el mercado de valores se define como un conjunto de personas e instituciones que captan, intermedian, administran e invierten recursos propios o públicos. En la actualidad, el mercado de capitales está regido por la ley 964 de 2005, en donde se definen sus actividades, tales como emisión y oferta de valores, intermediación de



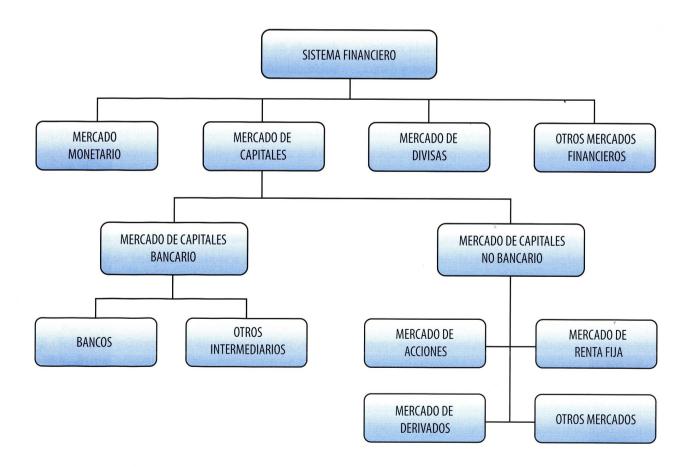
valores, administración de carteras colectivas, depósito y administración de valores, compensación y liquidación de valores, calificación de riesgos, autorregulación y suministro de información de mercado de valores, entre otras (Acebedo, 2012). El numeral 25 del artículo 189 de la Constitución Política, faculta al presidente de la República para intervenir en las actividades financiera bursátil, aseguradoras y cualquier otra actividad que se encuentre relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos captados del público (Acebedo, 2012). Por su parte, el artículo 2034 del Código de Comercio, faculta a la Superintendencia Financiera para la inspección y vigilancia, garantizando que las disposiciones normativas se cumplan (Acebedo, 2012).

Finalmente, se debe tener presente que la normativa de la Bolsa de Valores de Colombia, se encuentra contenida dentro de su reglamento general y forma parte del marco jurídico del mercado de valores. Dentro de esta normativa se encuentra la Circular Única, la cual reglamenta aspectos operativos, técnicos e instrucciones específicas que deben seguir miembros y afiliados al sistema de negociación (Acebedo, 2012). Para finalizar, se debe tener en cuenta que la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), se interesa en promover el desarrollo económico social y ambiental, como pilares de la sostenibilidad. En el 2007, identificó prácticas, proyectos y posibles iniciativas como parte de su responsabilidad social empresarial.

Desarrollo

De acuerdo con Cárdenas (2007) la estructura general del sistema financiero, está constituido de la siguiente manera:

Figura 1. Estructura general del sistema financiero





Según Cárdenas (2007) "En el mercado monetario se encuentra la oferta y la demanda de dinero y se determina la tasa de interés de corto plazo". El mercado monetario es conocido como mercado de dinero, es aquí donde se negocian activos financieros de corto plazo o se realizan operaciones de crédito tales como letras de cambio, TES o cualquier activo financiero, básicamente su principal función es proveer al público y agentes económicos, la posibilidad de transformar su excedente de dinero en títulos valores o en activos que sean líquidos pero a su vez con rentabilidad.

En el mercado de divisas o cambiario "se encuentra la oferta y la demanda de divisas y se determina la tasa de cambio" (Cárdenas, 2007). Podemos decir que en el mercado cambiario o de divisas, es donde se intercambian las divisas o monedas de los distintos países entre las instituciones financieras extranjeras y locales, estableciendo así el tipo de cambio entre ellas. Teniendo en cuenta que el mercado de capitales es el encargado de la transformación del ahorro a la inversión, este se constituye en uno de los más importantes en la economía, aquí se llevan operaciones de mediano y largo plazo. En este escenario, los inversionistas acceden a recursos que necesitan para financiar sus proyectos sin la intermediación de un banco. En este caso, el excedente de dinero de los ahorradores se puede canalizar para financiar empresas privadas por medio de acciones o bonos o también el de solventar el déficit de los gobiernos al adquirir bonos del tesoro.

A su vez, los instrumentos financieros son herramientas que garantizan a los agentes de la economía el acceso a diferentes posibilidades de financiamiento e inversión, mediante la transacción de documentos negociables o títulos valores. De esta manera, los agentes y las empresas se encuentran en este mercado para convertir sus excedentes de capital en mayor riqueza a través de la adquisición de papeles financieros (inversionistas), o la emisión de estos para adquirir fondos suficientes de financiación (agencias, empresas públicas o privadas), que le conlleven a realizar sus proyectos u operaciones (Cárdenas, 2007).

Para llevar a cabo estas operaciones existen dos mercados de valores. El mercado primario es donde la compra y venta de títulos se realiza en el momento en que se emiten los instrumentos financieros. La operación se realiza directamente entre emisor e inversionista (Fortich, 2005). Por su parte en el mercado secundario se lleva a cabo la reventa de los títulos y su precio se fija en cada transacción. El grado de liquidez se establece por la cantidad y la frecuencia realizadas a lo largo de un día de operación. Estas transacciones deben ser administradas por una institución como la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) para que se puedan realizar.

También existen dos tipos de instrumentos: uno de renta fija (instrumento de deuda) y otro de renta variable (Instrumento de capital). La característica principal de un instrumento de renta fija es que sus pagos son fijos y acordados al momento de la compra del papel, este sería el caso de los bonos. A su vez, la característica principal de un instrumento de renta variable, depende de dos factores principalmente, su valor en la bolsa de valores y la rentabilidad que haya decretado la empresa en cuanto a sus dividendos, en este caso las acciones.

Las empresas acceden al endeudamiento para poder apalancarse en la obtención de recursos para operar; este endeudamiento puede ser a corto plazo (CP) o a largo plazo (LP). El endeudamiento (CP) corresponde a todas las obligaciones que se adquieran y se espera que venzan en menos de un año, son utilizadas principalmente para sostener gran parte de los activos circulantes (activos corrientes como inventarios, cuentas por cobrar, disponible). Entre las formas de financiación (CP), se encuentran las cuentas por pagar (proveedores), pasivos acumulados (servicios recibidos) y las fuentes bancarias. El endeudamiento a (CP) no permite ejecutar una buena planificación (Gitman, 1978, p.434-435, 444). El endeudamiento (LP), se entiende como toda obligación que se adquiera a un tiempo superior a un año, por lo general son deudas que se pactan a un vencimiento definido (5 a 20 años), se obtiene de dos



maneras, solicitando dinero prestado a instituciones financieras mayores (compañías de seguros, fondos de pensiones, compañías de desarrollo regional, compañías de inversión, fabricantes de equipos y bancos en general) o mediante la venta de deuda comercializables a través de la emisión de bonos o acciones. En el endeudamiento a largo plazo la empresa tiene el espacio para planificar una correcta administración, además este se convierte en la forma menos costosa de financiarse porque es deducible de impuestos, lo que es muy conveniente para una empresa pues le permite distribuir el riesgo de inversión, liberando recursos propios para otro tipo de inversiones. (Gitman, 1978, p.540). Las empresas acceden a la deuda a largo plazo, porque el costo de capital es menor que el costo de capital del recurso propio, permitiendo maximizar la utilidad operacional y los rendimientos que obtienen los dueños.

El financiamiento por medio de acciones de Block y Valdés (2008) se caracteriza por ser una fuente de aportación de capital propio negociado que no posee fecha de vencimiento, solo es liquidado durante un proceso de quiebra y genera a sus propietarios unas utilidades que se obtienen vía dividendos, mediante las acciones, los acreedores se convierten en los tenedores de parte del capital de la empresa lo que permite acceder a algunos derechos como: voto para la elección de los directores de la empresa, derecho a reclamación sobre las utilidades y activos. Las acciones son negociables en el mercado de valores, donde se fija el precio dependiendo de las utilidades actuales y esperadas de la empresa. A diferencia de la financiación por medio de deuda la financiación mediante acciones no es deducible de impuestos, lo que puede ser desfavorable comparado con otras formas de financiación que lo son (Gitman, 1978, 566 a 567; Grinblatt y Titman, 2003, 56 a 57). Las acciones poseen la ventaja de que la distribución de dividendos se puede aplazar y acumular con otro periodo, lo que le permite a la empresa crear brechas entre sus obligaciones para dar prioridad a otras necesidades y dificultades. Otra característica de las acciones es la importancia que representan como medio de financiamiento para las sociedades anónimas (Serrano 2004, 214; García 2009, 273).

¿Qué diferencias hay entre acciones comunes, preferenciales y privilegiadas?

Existen tres clases de acciones emitidas por una corporación: acciones comunes, acciones preferentes y acciones privilegiadas. Acciones Comunes: son una forma de participación en la propiedad de una empresa por parte de los dueños de las acciones comunes, figura que los hace considerarse como los propietarios de la empresa. A los propietarios de las acciones comunes se les otorga el derecho a participar de las utilidades que genere la empresa mediante el pago de dividendos después de haber cubierto todas las obligaciones, también otorga derechos de participación en la toma de algunas decisiones corporativas (ejemplo: voto en asamblea anual de accionistas por apoderamiento, votación mavoritaria o votación acumulativa) (Gitman, 1978, 568 a 580; Grinblatt y Titman, 2003, 56 a 58). Acciones Preferentes: este tipo de acciones otorga a sus propietarios el derecho a recibir su participación en las ganancias de las empresas antes de pagar los dividendos obtenidos por las acciones comunes, además brinda prioridad en casos de liquidación de la empresa o de una reorganización. En algunos casos las acciones preferentes poseen fecha de vencimiento al igual que los bonos, y en otros casos se parecen más a las acciones comunes pues carecen de fecha de vencimiento. Las acciones preferentes normalmente no otorgan facultad de votación, además el pago de dividendos de este tipo de acciones es acumulativo. Acciones Privilegiadas: las acciones privilegiadas poseen las mismas características que las acciones comunes, pero otorgando beneficio económico mayor, mediante el pago de un dividendo superior respecto al que se le paga a las demás, porque se puede hacer el retiro en cualquier momento de los recursos invertidos, pero supeditado al reglamento de cartera colectiva, donde se estipulan permanencias mínimas y el cobro de penalidades por retiros anticipados.

¿Cómo se mide la rentabilidad de una acción? Según (Bodie, & Merton, 2003, 235), "la tasa de



rendimiento que los inversionistas esperan, E(r1), es D1 más el aumento esperado de precio, P1-P0, todo dividido en el precio actual P0."

$$E(r_1) = \frac{D_1 + P_1 - P_0}{P_0} = k$$

Donde:

D1 = Dividendo esperado por acción.

E(r1) = Tasa de rendimiento.

P0 = Precio actual.

P1 = Precio esperado.

Según Serrano, J (2004,p.215), "los tenedores de las acciones participan proporcionalmente a su volumen en las utilidades que genera la empresa. Por ello, el rendimiento que sobre la inversión pueda dar una acción depende de tres factores:

Reparto de utilidades en forma de dividendos (dividendo por acción: DPA)

Valorización (o desvalorización) de la acción: diferencia entre el precio de compra y el precio actual de mercado o al precio que se vendió la acción.

Derechos preferenciales de suscripción: los accionistas usualmente tienen derecho a suscribir preferencialmente cualquier nueva emisión de acciones. El derecho tiene validez durante un cierto periodo de tiempo y si el accionista no quiere hacer uso del mismo puede venderlo a un precio que depende de las condiciones de oferta y demanda (algunas veces los derechos carecen de valor."

Según esto la ecuación que representa es la siguiente:

$$R_a = \frac{DPA + (P_m - P_c) + Valor derechos}{P_c}$$

Donde:

DPA = Dividendo por acción.

Ra = Tasa de rendimiento.

Pc = Precio inicial de compra.

Pm = Precio actual del mercado.

El financiamiento a través de bonos trata de la emisión de certificados en los que una empresa presta una cantidad de capital y se compromete a reembolsarla en una fecha futura, pactando un pago periódico sobre una base establecida de intereses. Los bonos poseen vencimientos que oscilan de 10 a 30 años y por ser una forma de apalancamiento mediante deuda, es deducible de impuestos, posee características que los hacen atractivos y beneficiosos para los portadores como: la posibilidad de conversión en acciones comunes, la opción de compra que da al emisor del bono la posibilidad de amortizarlos a un precio establecido, precio que puede variar en el tiempo de acuerdo a definiciones pactadas y la opción de cupones de compra o warrants que son una garantía adicional que poseen los bonos, que otorga al tenedor el derecho a acceder a la compra de acciones comunes a un precio ya estipulado (Gitman, 1978, 550 a 557; Grinblatt y Titman, 2003, 56 a 57). Con los bonos a diferencia de las acciones, la empresa está obligada a realizar los pagos en las fechas estipuladas, es decir, no es negociable ni aplazable. Según Serrano (2004,p.196), "las principales ventajas para un emisor de bonos frente a otras alternativas de financiamiento serían las siguientes:

- 1. Una disminución en el costo de financiamiento frente al financiamiento de los establecimientos de crédito.
 - 2. El mayor plazo para el pago del principal.
- 3. En el caso de los bonos con cupones de suscripción de acciones, la posibilidad de disminuir el efecto negativo sobre el estado de pérdidas y ganancias, dándole valor al bono por las condiciones de emisión del cupón de suscripción".

Conclusiones

La empresa que opta por endeudarse con una emisión de bonos y no de acciones, lo hace porque adquie-



re una mayor variedad de formas de administración de la deuda, formas dentro de las cuales la empresa puede recoger su deuda antes de la fecha de vencimiento e incluso a un menor costo, y no necesariamente tener que vender parte del capital de la empresa mediante las emisión de acciones; los bonos amarran la venta de acciones simplemente como una opción. Otra ventaja del endeudamiento mediante la venta de bonos es que esta es deducible del pago de impuestos al igual que la deuda mediante entidades financieras, además esta modalidad de deuda posee una serie de disposiciones legales que brindan una mayor protección a los propietarios de la deuda con respecto a los propietarios de los bonos.

Referencias bibliográficas

- Acebedo, M. (2012). *Acciones inscritas en bolsa*. Bogotá, Colombia. Temis S.A.
- Bolsa de Valores de Colombia. Recuperado de https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/AcercaBVC/Sostenibilidad/Antecedentes?action=dummy.
- Barney, J. B. (2001). Resource-based theories of competitive advantage: A ten-year retrospective on the resource-based view. *Journal of management*, 27(6), 643-650.
- Betancourt G, B. (2005). Análisis sectorial y competitividad. *Santiago de Cali, Colombia: Poemia*.
- Betancourt G, B. (2008). *Entorno organizacional Análisis y diagnóstico*. Universidad del Valle Programa editorial. Colombia.
- Block, S. B., Hirt, G. A., & Valdés, M. G. (2008). Fundamentos de administración financiera. México McGraw-Hill.
- Bodie, Z.; Merton, R. (2003). Finanzas. Pearson Educación.
- Brealey, M. MARCUS. (2007). Fundamentos de las Finanzas Corporativas. 5ta Edición. Editorial McGraw-Hill Companies. Inc., Interamericana de España.
- Buratti, L. V. (2002). La re-evolución empresarial del

- siglo XXI: Conocimiento y capital intelectual: las nuevas ventajas competitivas de la empresa. Colombia: Grupo Editorial Norma.
- Cárdenas, S. M. (2007). *Introducción a la economía colombiana*. Primera edición. Fedesarrollo, Alfaomega Colombina. pp. 365-374.
- Castro, A. A. (2010). Direccionamiento estratégico y crecimiento empresarial: algunas reflexiones en torno a su relación. Pensamiento & Gestión(28), 85-106.
- Court, E. Y Tarradellas, J. (2010). Bonos. En I. Fernández. (Ed.), *Mercado de capitales* (pp. 169-171). Naucalpan de Juárez, México: Pearson
- Court, E. Y Tarradellas, J. (2010). Sistema Financiero. En I. Fernández. (Ed.), *Mercado de capitales* (pp. 3-4). Naucalpan de Juárez, México. Pearson
- Eiteman, D. K., Moffett, M. H., & Stonehill, A. I. (2000). *Las Finanzas en las Empresas Multinacionales*. 8ed. Pearson
- Fortich, R. (2005). "La Ley del Mercado de Valores: Análisis de sus posibles consecuencias sobre las Corporaciones en Colombia". *Borradores de Investigación*. Serie documentos economía, ISSN 0124-4396, No. 86 (Diciembre de 2005).
- García, O. (2009). *Administración Financiera: fundamentos y aplicaciones*. 4ed. Cali: Prensa Moderna.
- Giraldo, G. (2001). *Mercado de Capitales y Bolsa de Valores en Colombia*. Cuadernos Javerianos.
- Gitman, L., (1978). Fundamentos de Administración Financiera. 2ed Harla
- Godoy, J. A. R. (2007). Estructura financiera y factores determinantes de la estructura de capital de las pymes del sector de confecciones del valle del cauca en el período 2000-2004. *Cuadernos de administración*, 20(34), 191-219.
- Grinblatt, M.; Titman, S. (2003). Mercados financieros y estrategia empresarial. Mc Graw Hill, 2ed.
- Masulis, R. (1980). The effects of capital structure change on security prices: a study of exchange