

Determinantes de la estructura de capital de las empresas industriales peruanas, a la luz de la Teoría del Pecking Order, en el período 2007-2014

Rodolfo Enrique Ramírez López ^{1, a}, Félix Castillo Vera ^{2, b}

¹Escuela de Administración, Universidad César Vallejo. Trujillo, Perú.

²Universidad Nacional de Trujillo. Trujillo, Perú.

^a Egresado ; ^b Profesor Asociado.

Correspondencia: Rodolfo Enrique Ramírez López

Correo electrónico: rodrl_007@hotmail.com

RESUMEN

El presente trabajo muestra el producto de una investigación empírica y estadística sobre los factores determinantes de la estructura de capital en las empresas industriales peruanas que han cotizado en la Bolsa de Valores de Lima, en el período 2007 – 2014, utilizando la Teoría del Pecking Order como referente teórico. Se trata de un estudio explicativo con diseño no experimental y longitudinal. Mediante una regresión no lineal con datos de panel, los resultados han confirmado, de manera parcial, la vigencia de esta teoría en la realidad peruana, en tanto que variables tales como la rentabilidad financiera, el tamaño de las empresas y el crecimiento han resultado siendo los factores determinantes de la estructura de capital, mientras que las variables déficit financiero y tangibilidad de activos se constituyen como factores irrelevantes.

Palabras clave: Crecimiento, déficit financiero, rentabilidad financiera, tamaño de la empresa, tangibilidad de activos.

Determinants of capital structure of Peruvian industrial companies, in the light of the theory of the Pecking Order, period 2007 - 2014.

ABSTRACT

This paper shows the product of an empirical and statistical investigation on the determinants of the capital structure in the Peruvian industrial companies that have traded in Lima Stock Exchange, in the period 2007 - 2014, using the Theory of Pecking Order as theoretical reference. This is an explanatory study, non-experimental and longitudinal design. By means of a nonlinear regression with panel data, the results have partially confirmed the validity of this theory in Peruvian reality, while variables such as financial profitability, company size and growth have turned out to be the determinants of the capital structure, while the variables financial deficit and tangibility of assets are constituted as irrelevant factors.

Key words: Growth, financial deficit, financial profitability, company size, tangible assets.

INTRODUCCIÓN

Desde mediados del siglo XX, los especialistas vienen estudiando la forma cómo las empresas estructuran su capital. Así, han aparecido diversas teorías que tratan de explicar la conformación de dicha estructura (véase, por ejemplo, los artículos de autores como Bessler, Drobetz y Kazemieh; Frydenberg; Cheremushkin; Miglo; compilados por Baker & Martin, 2011). A su vez, una serie de investigaciones empíricas han tratado de corroborar si se cumplen o no estas teorías en determinadas realidades.

Así por ejemplo, Mongrut, Fuenzalida, Pezo y Teply (2010), a partir de un estudio de panel efectuado sobre una muestra de 163 empresas corporativas de Argentina, Brasil, Chile, México y Perú, cotizantes en sus respectivos mercados bursátiles, en el período 1995-2007, han tratado de verificar la validez de las teorías de estructura de capital con los modelos de jerarquización financiera (*Pecking Order*) y de apalancamiento (*Trade Off*). Los resultados del estudio han rechazado la hipótesis de la jerarquización financiera, por cuanto no explican la política de endeudamiento de las empresas latinoamericanas; por el contrario, dichos resultados indican que estas empresas prefieren emitir deuda y gozar de los beneficios y costos correspondientes, en lugar de financiarse con los fondos generados.

Por su parte, Mondragón (2010), da cuenta de los resultados obtenidos de la regresión efectuada al modelar un grupo de empresas del sector automotor colombiano, durante el período 1999-2005, concluyendo que el modelo de regresión no resulta una buena predicción del comportamiento; pues, al parecer, el déficit no explica los cambios en el nivel de endeudamiento, sino que, por el contrario, sería la emisión positiva o negativa de deuda la que influiría en el déficit de fondos del período.

Por otro lado, Chen & Chang (2011), utilizando el método de datos de panel y la regresión lineal múltiple como modelo de análisis, examinaron los factores determinantes de las decisiones de endeudamiento de 305 empresas electrónicas que cotizaron en la Bolsa de Valores de Taiwán en el año 2009. Los resultados indicaron que los factores determinantes de la estructura del capital eran la rentabilidad y la tasa de crecimiento, siendo el tamaño una variable moderadora.

A su turno, Medina, Salinas, Ochoa y Molina (2012), en base a un enfoque de datos de panel correspondiente a las empresas manufactureras colombianas, en el período 2005-2011, llegaron a la conclusión de que las variables determinantes de las decisiones de financiación en las empresas estudiadas son, en todos los casos, rentabilidad, déficit de financiación y opciones de crecimiento, dando así sustento a la teoría jerárquica de financiación.

Asimismo, Correa, Cruz y Nakamura (2013), a través de un análisis de regresión con datos de panel, investigaron el nivel de endeudamiento de las empresas más grandes basadas en las teorías del *Pecking Order* y de *Trade-off*, haciendo también la prueba de sus factores determinantes. Los resultados mostraron una relación negativa entre el nivel de endeudamiento y el grado de tangibilidad de los activos y la rentabilidad, así como una relación positiva entre

riesgo y endeudamiento. También se demostró que las empresas de capital extranjero estaban más apalancadas que las empresas nacionales. En general, los resultados sugirieron que la teoría de *Pecking Order* es más consistente que la teoría de *Trade-off* para explicar la estructura de capital de las empresas brasileñas.

Finalmente, Cárdenas, Linares y Ruiz (2014), por medio de un análisis de regresión con datos de panel, investigaron si las decisiones corporativas en relación a la estructura de capital, durante el período comprendido entre los años 1997 y 2012, en las empresa financieras cuyas acciones forman parte del Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL), son explicadas a través de la Teoría de *Pecking Order*. Las conclusiones del estudio demostraron que, si se considera todo el horizonte temporal, solo en cierta medida el déficit de financiamiento de las compañías suele ser cubierto con deuda; que los postulados de la teoría en mención poseen cierto nivel predictivo sobre las decisiones de financiamiento de las empresas no financieras que cotizan en la BVL; que las emisiones de deuda financiera de corto plazo incluidas en el déficit no aportan capacidad explicativa; y que, únicamente, el flujo de caja exhibe un comportamiento contrario a lo que la teoría propone, sin embargo, el poder predictivo se incrementa ligeramente.

REVISIÓN TEÓRICA

En los textos especializados no es muy común encontrar una definición expresa del constructo estructura de capital (para el caso, revisar, Graham, Smart y Megginson, 2011; Brealey, Myers y Allen, 2010). En todo caso, Court (2010), lo define como “la relación Deuda (D) a Capital Propio (E)”, representando esta relación de la siguiente manera:

$$L = D / E$$

donde:

L = Ratio deuda a capital propio o palanca.

D = Valor de la deuda.

E = Valor del capital (*Equity*).

Por su parte, Ross, Westerfield y Jaffe (2012), consideran que la estructura de capital de una empresa “representa las proporciones del financiamiento que ella recibe de la deuda a corto y a largo plazo y de los instrumentos de capital” (p. 4). Emery y Finnerty (2000), a su turno, sostienen lo siguiente:

La forma en la cual una compañía se financia a sí misma recibe el nombre de estructura de capital. En términos prácticos, la estructura de capital se refiere a la proporción de financiamiento de deuda que tiene la empresa y su razón de apalancamiento (p. 483).

En conclusión, la estructura de capital de una empresa vendría a ser la forma cómo esta financia sus operaciones y crecimiento mediante el uso de diferentes fuentes de fondos. Dicho de otro modo, la estructura de capital es la composición de sus pasivos a largo y corto plazo. Como tal, entonces, en términos gráficos, la estructura de capital de una empresa es, esencialmente, el lado derecho de su balance.

Por otro lado, la evolución teórica del concepto ha sido estudiada detalladamente por Zambrano y Acuña (2011), desde el punto de vista de la economía financiera y a partir de la revisión de los enfoques de diversos autores, surgidos a comienzos de la década de 1950. En base al trabajo de estos autores se extraen las afirmaciones que se detallan a continuación.

Las primeras investigaciones sobre el constructo se enfocaron en entornos cercanos a mercados de capitales perfectos, de entre las cuales se pueden citar a la denominada tesis tradicional y a las propuestas de Modigliani y Miller de 1958. La tesis tradicional, según los autores en mención:

Consideraba la existencia de una estructura financiera óptima a partir de un uso moderado del apalancamiento financiero, ya que siendo la deuda una forma más barata de financiación se disminuiría el costo promedio de capital y se incrementaría el valor de la empresa (p. 86).

La tesis de Modigliani y Miller, plasmadas en su artículo “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the theory of the Firm”, publicado en 1958, planteaba que en mercados perfectos de capitales (en donde no existían impuestos, costes de transacción y otras imperfecciones) las decisiones respecto a la estructura financiera de una empresa eran irrelevantes. Planteamiento que apoyaba el enfoque que sostenía que “el valor de la empresa dependía de los resultados operativos de la misma” (p. 87).

Frente a las críticas que diversos autores hicieron tanto a la tesis tradicional como a la de Modigliani y Miller, se desarrollaron otras teorías que se ubicaron dentro de las características de los mercados imperfectos, tales como: teoría corregida de Modigliani y Miller, modelo de Miller, teoría de los costos de agencia, teoría de la información asimétrica, teoría del *trade off* y teoría del *pecking order*.

En 1963, Modigliani y Miller corrigieron su tesis anterior, la misma que no había tenido en cuenta la influencia de los impuestos en la estructura del capital de una empresa. En su nuevo planteamiento, los autores consideraron que la presencia de un ahorro fiscal al emitir deuda permitía, a su vez, la aparición de una estructura óptima de capital basada en la mayor cantidad posible de apalancamiento que la empresa pueda soportar. Por lo tanto, deducen la existencia de una estructura óptima de capital por el ahorro fiscal obtenido al utilizar deuda.

El modelo de Miller (1977), por su parte, incorporó en el análisis el tema de los impuestos de renta de sus inversores (ya sea por beneficios recibidos, por dividendos y ganancias de capital o intereses), llegando a la conclusión de que, en un contexto de equilibrio del mercado, las ganancias atribuidas al escudo fiscal por deuda se anulan y, por lo tanto, la estructura de capital óptima se torna irrelevante sobre el valor de la empresa.

La teoría de los costos de agencia, por otro lado, analiza el tema desde la perspectiva de los conflictos que se generan en una empresa entre socios, directivos y acreedores, a los que llama costos de agencia, planteando que existe una estructura de capital óptima que minimiza dichos costos e incrementa el valor de la empresa.

La teoría de la información asimétrica, también denominada teoría de la señalización, ha basado su planteamiento en los problemas de información asimétrica entre los diferentes agentes del mercado. En este sentido, la asimetría de la información puede afectar la valoración de la empresa entre los grupos de interés que participan en las decisiones de financiamiento de la misma, de modo tal que:

En determinados casos los agentes tomen decisiones erróneas dentro de los mercados financieros y de intermediación, causándoles posteriores problemas a las firmas debido a que resulta imposible detectar sectores productivos y en sí, entender la complejidad de los mercados, lo que es aprovechado por intermediarios financieros que se caracterizan por poseer mayor información que el público en general y que generan a las firmas altos costos de transacción en la elaboración de los contratos” (p. 92).

La teoría del *trade off*, también conocida como teoría estática o de equilibrio, sostiene que existe una composición óptima entre deuda y capital, la cual se halla una vez que se equilibren los beneficios y costos provenientes del apalancamiento, aumentando así el valor de la empresa. Por lo tanto, esta teoría defiende la existencia de una estructura de capital óptima y considera que dicha estructura determina el valor de la empresa.

Finalmente, la teoría del *pecking order*, contrariamente a lo que sugiere la teoría anterior, sostiene la no existencia de un equilibrio óptimo entre capital y deuda. Considera que los directivos de una empresa buscan aumentar sus inversiones mediante un ordenamiento jerárquico para sus fuentes de financiación, ayudando a entender la relación existente entre la estructura de capital y los diversos problemas de la información asimétrica.

En este orden de ideas, autores como Graham et al., (2011), consideran que la teoría del orden jerárquico se basa en cuatro hechos que Stewart Myers, en 1984, pudo observar sobre el comportamiento financiero de las empresas. En primer lugar, la política de dividendos es reacia, puesto que los directivos tienden a mantener constante el pago de dividendos en respuesta a escenarios fluctuantes de las utilidades. En segundo lugar, cada empresa tiene la tendencia al financiamiento interno, empleando utilidades del ejercicio y las retenidas, en lugar del financiamiento externo (deuda o acciones). En tercer lugar, cuando la empresa está en la necesidad de emitir deuda, apuesta, en principio, por el valor más seguro. Y, por último, a medida que la empresa requiera mayor financiamiento externo, seguirá con el orden jerárquico, empezando con los instrumentos de deuda sin riesgo, seguido poco a poco por los de alto riesgo (valores convertibles, acciones preferentes) y, finalmente, por las acciones comunes.

Según Zambrano y Acuña (2011), el *Pecking Order* ha tenido mucha aceptación en las empresas, ya que éstas no buscan la mezcla óptima entre recursos propios y externos, sino que financian sus nuevos proyectos de inversión con sus recursos propios (utilidades), debido a que tienen una antipatía por encontrar situaciones adversas en el mercado y, además, porque la información no proporciona suficiente seguridad para realizar dichos proyectos. En su opinión, los estudios más destacados sobre esta teoría son diversos, como los que se describen a continuación.

Myers (1984), manifestó en su momento que las empresas prefieren financiarse con recursos internos, es decir, la reinversión de las utilidades para aprovechar las oportunidades de inversión, con el fin de evitarse los costos generados por la información asimétrica del mercado. Luego afirma que las empresas cuando requieren recursos externos primero prefieren la deuda, la cual les exige unos pagos fijos que dependen de los flujos futuros que espera tener la firma, y cuando esta posibilidad se agota escogen los bonos, dándoles prioridad a los de corto plazo sobre los de largo plazo y finalmente, cuando su capacidad de endeudamiento está al tope, se inclinan por la emisión de acciones como última opción.

Shyam-Sunder y Myers (1994), lograron demostrar que el *Pecking Order* es un buen referente para explicar el comportamiento financiero de 157 empresas en el período de 1971 hasta 1989, dejando en claro que esta teoría existe por el déficit interno de las empresas, lo cual las obliga a emitir deuda.

En este marco de referencia teórico, la presente investigación se planteó como problema el siguiente: ¿cuáles han sido los factores determinantes de la estructura del capital de las empresas industriales peruanas, que han cotizado en la Bolsa de Valores de Lima, en el período 2007-2014, a la luz de la teoría del *Pecking Order*?

En respuesta al problema en mención, la hipótesis propuesta fue la siguiente: los factores determinantes de la estructura de capital de las empresas industriales peruanas, que han cotizado en la Bolsa de Valores de Lima, en el período 2007-2014, a la luz de la teoría del *Pecking Order*, han sido rentabilidad financiera, crecimiento, tangibilidad de activos, déficit financiero y tamaño de la empresa.

METODOLOGÍA

El trabajo de investigación empírica efectuado ha sido de diseño no experimental, explicativo y longitudinal, puesto que ha obtenido datos de la realidad para explicar el comportamiento de la variable estructura de capital, en función de sus variables determinantes.

La prueba de hipótesis se ha efectuado a través de una regresión no lineal múltiple, utilizando la metodología de datos de panel correspondientes a 34 empresas industriales, durante un período determinado, con ayuda del software *Stata*.

El estudio ha puesto a prueba la validez de la teoría del *Pecking Order*, expresada en el modelo siguiente:

$$CS = e^{(\beta_1 ROE_{it} + \beta_2 GROWTH_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 TANG_{it} + \beta_5 DEF_{it} + CONS_{it})} \varepsilon_{it}$$

En donde:

CS = estructura de capital

ROE = rentabilidad financiera

GROWTH = crecimiento

SIZE = tamaño de las empresas

TANG = tangibilidad de los activos

DEF = déficit financiero

CONS = efecto constante independiente de las variables explicativas

β_1 hasta β_5 = impacto de cada una de las variables explicativas en la variable independiente.

ε = término de error no explicado por el modelo

e = épsilon

A continuación se explica el modelo de acuerdo a la teoría del Pecking Order y se detalla la forma como se ha calculado cada una de las variables componentes:

a) Estructura de capital

Es la variable dependiente del modelo, la cual es explicada por las otras cinco variables independientes: rentabilidad financiera, tangibilidad, crecimiento, déficit financiero y tamaño de la empresa.

$$CS = \frac{\text{Pasivo total}}{\text{Patrimonio}}$$

b) Rentabilidad financiera

Las empresas rentables generan efectivo de manera interna, lo que implica una menor necesidad de financiamiento externo. Como las empresas que buscan capital externo recurren en primer lugar a la deuda, las empresas rentables dependen menos del endeudamiento (Ross, Westerfield & Jaffe, 2012).

$$ROE = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Patrimonio}}$$

c) Crecimiento

Las empresas con alto crecimiento tenderán a buscar a los fondos externos para adaptarse al mismo. Los estudios encontraron una relación positiva entre esta variable y la estructura de capital (Allen, Michaelas et al. y Amidu, citados por Chen & Chang, 2011).

$$GROWTH = \frac{\text{Ventas netas}_t}{\text{Ventas netas}_{t-1}} - 1$$

d) Tangibilidad de los activos

Cuando una empresa posee más activos tangibles, se verá afectada en menor medida por la información asimétrica y, a su vez, con menores costos de agencia. Se espera una relación directa con la estructura de capital (Allen, Michaelas et al. y Amidu, citados por Chen & Chang, 2011).

$$TANG = \frac{PPE}{\text{Activos totales}}$$

En donde PPE = Propiedad, planta y equipo.

e) Déficit financiero

Cuando los flujos de caja internos de una empresa son insuficientes para sus inversiones, bienes y dividendos comprometidos, la empresa emite deuda. Por tal razón, se espera una relación directa (Shyam-Sunder & Myers, 1999).

$$DF = \frac{DIV+X+\Delta W+R-C}{Activo\ total}$$

En donde:

DIV = pago de dividendos

X = inversión neta, calculada como la diferencia entre el activo fijo en el año t y el activo fijo en el año t – 1

ΔW = variación neta del capital de trabajo, calculada:

$$\Delta W = (AC_t - PC_t) - (AC_{t-1} - PC_{t-1})$$

AC = Activo corriente

PC = Pasivo corriente

R = porción corriente de la deuda a largo plazo al inicio del período

C = flujo de fondos generado internamente después de impuestos e intereses

$$C = UAII - Gf - Imp + Dep + Am$$

UAII = utilidad antes de intereses e impuestos

Gf = gastos financieros

Imp = impuesto a las ganancias

Dep = depreciación

Am = amortización

f) Tamaño de la empresa

Cuando las empresas son más grandes, se encuentran más diversificadas, tienen menor asimetría en la información dado que presentan reportes para inversores y entidades financieras y, por ende, tienen menos restricciones financieras que las empresas más pequeñas, menos costos de transacción, menos probabilidades de quiebra y en consecuencia, mayor endeudamiento, encontrándose así una relación directa entre tamaño y deuda (Medina et al., 2012).

$$SIZE = \ln(Activo\ total)$$

RESULTADOS

La estimación del modelo antes planteado arroja los resultados que se muestran en la tabla 1.

Tabla 1

Modelo de regresión no lineal

Variable	Coefficiente	Error estándar	Probabilidad
Constante	-2,7567	0,5087	0,000**
ROE	-1,3058	0,3373	0,000**
GROWTH	0,4150	0,1762	0,019*
SIZE	0,2171	0,0310	0,000**
TANG	-0,4019	0,4032	0,320
DEF	-0,0461	0,3954	0,907
N° de observaciones	272	R ² ajustado	0,7322

*p<0,05; **p<0,01

Nota. Elaboración propia a partir de resultados arrojados por el software Stata.

De acuerdo a los resultados de la tabla 1, se aprecia que el modelo estimado logra explicar en gran medida a la variable dependiente (estructura de capital), ya que al tener un R^2 de 0,7322, las cinco variables independientes explican en un 73,22% a la dependiente. De aquellas, tanto variables como la rentabilidad financiera (ROE), crecimiento (GROWTH) y el tamaño (SIZE) de las empresas resultan estadísticamente significativas individualmente al 5% de significancia, al ser su probabilidad menor a 0,05. Mientras que, la tangibilidad de los activos (TANG) y el déficit financiero (DEF) no son estadísticamente significativos individualmente, puesto que sus probabilidades son 0,320 y 0,907 respectivamente, lo que significa que sus coeficientes tienen la probabilidad de ser 0 en un 32% y 90,7%.

La información que se presenta en la tabla 2, permite determinar que la rentabilidad financiera (ROE), el crecimiento (GROWTH) y el tamaño (SIZE) de las empresas van de acuerdo con los postulados de la teoría del Pecking Order, ya que los signos de los coeficientes coinciden con lo dicho por esta.

Tabla 2
Signos de los coeficientes de las variables independientes

Variable	Signo del coeficiente según la teoría	Signo del coeficiente arrojado en la regresión
ROE	-	-
GROWTH	+	+
SIZE	+	+
TANG	+	
DEF	+	

Nota. Elaboración propia a partir de resultados arrojados por el software Stata.

DISCUSIÓN

La rentabilidad financiera muestra una relación inversa con la estructura de capital, entonces se puede afirmar que las empresas industriales peruanas más rentables, al tener un mayor flujo de fondos interno, no necesitan endeudarse, sino que esos mismos flujos lo reinvierten.

El crecimiento presenta una relación directa con la estructura de capital, afirmando que para adaptarse al crecimiento, las empresas buscarán fondos externos.

El tamaño de las empresas evidencia una relación directa con la estructura de capital. Estas al tener un mayor tamaño, están afectadas en menor medida por las diferentes imperfecciones del mercado, tales como la asimetría de la información, de esta manera, tienen menos restricciones financieras (menos costos de transacción y menos probabilidades de quiebra) y en consecuencia mayor endeudamiento.

A diferencia de algunas investigaciones realizadas en base al modelo básico del *Pecking Order*; en la que sólo se utiliza una variable explicativa, déficit financiero, la presente investigación utiliza cuatro variables adicionales: rentabilidad, tangibilidad de activos, crecimiento y tamaño de la empresa.

Este estudio empírico tiene un cierto grado de similitud con los resultados encontrados por Medina et al. (2012), en la cual habría dos factores determinantes, según la teoría del *Pecking Order*; la rentabilidad y el crecimiento. Sin embargo, a diferencia del estudio mencionado, los resultados encontrados en la presente investigación demuestran que el déficit financiero y la tangibilidad de los activos no son estadísticamente significativas, es decir, no resultan siendo factores determinantes de la estructura de capital de las empresas industriales peruanas.

Lo mismo sucede con Chen & Chang (2011), donde se encontró que la rentabilidad financiera afecta negativamente a la variable dependiente, mientras que el crecimiento lo hace positivamente, ambas igual que en este estudio.

Correa et al. (2013), también halló una relación inversa entre la rentabilidad y el nivel de endeudamiento.

En cuanto a las investigaciones en la realidad peruana, los resultados encontrados por Cárdenas et al. (2014), en los que se demuestra que el déficit financiero sí es un factor determinante y logra explicar la emisión de deuda, en cierta medida, en las empresas no financieras que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima, los resultados encontrados en el presente trabajo, realizado en el sector de las empresas industriales, son diferentes.

CONCLUSIONES

El estudio busca demostrar si la teoría del *Pecking Order*, se cumple en las empresas industriales peruanas. Se esperaría que por la abundante información asimétrica en el mercado, la teoría sea un buen referente sobre el comportamiento financiero de las empresas industriales, no obstante, no es del todo cierto.

La hipótesis de la investigación se logra comprobar de manera parcial. Tres de las cinco variables independientes, rentabilidad financiera, crecimiento y tamaño de las empresas, son estadísticamente significativas y a su vez cumplen los lineamientos establecidos por la teoría del *Pecking Order*. Sin embargo, el déficit financiero y la tangibilidad de los activos no lo son, quiere decir que las empresas, al momento de emitir deuda, no toman sus decisiones corporativas en función de estas dos variables.

Para la realidad peruana, el asunto de estructura de capital es embrionario, ya sea por la poca información financiera que se tiene sobre las empresas y también por los escasos estudios empíricos respecto al mismo.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Baker, H. & Martin, G. (2011) (Eds). *Capital structure and corporate financing decisions. Theory, evidence, and practice*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Bebczuk, R. (2000). *Información asimétrica en mercados financieros*. Madrid: Cambridge University Press.
- Brealey, R., Myers, S. & Allen, F. (2010). *Principios de Finanzas Corporativas*. México DF: Mc Graw Hill.
- Cárdenas, C., Linares, V. & Ruiz, J. (2014). *Análisis de la estructura de capital de empresas no financieras en el Mercado de valores peruano: una aproximación conductual*. (Tesis de Maestría en Finanzas Corporativas). Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas. Recuperado de:
http://repositorioacademico.upc.edu.pe/upc/bitstream/10757/322507/1/CARDENAS_CB.pdf
- Chen, Li-Ju & Chang, C (2011). How the pecking-Order Theory Explain Capital Structure. *Journal of International Management Studies*, 6(2). Recuperado de:
<http://www.jimsjournal.org/10%20Li-Ju%20Chenpdf.pdf>
- Correa, C., Cruz, L. & Nakamura, W. (2013). A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras. *RAM, REV. ADM. MACKENZIE*, 14(4), 106-103
- Court, E. (2010). *Finanzas corporativas*. Buenos Aires: CENGAGE Learning.
- Emery, D. & Finnerty, J. (2000). *Administración financiera corporativa*. México DF: Prentice Hall.
- Graham, J., Smart, S. & Megginson, W. (2011). *Finanzas Corporativas. El vínculo entre la teoría y lo que las empresas hacen*. México DF: CENGAGE Learning.
- Medina, A., Salinas, J., Ochoa, L. & Molina, C. (2012). La estructura financiera de las empresas manufactureras colombianas, una mirada econométrica, macroeconómica y financiera. *Perfil de Coyuntura Económica*, 20, 155-176.
- Miller, M. (1977). Debt and Taxes. *Journal of Finance*, 32(2), 261-275.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1963). Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.

- Mondragón, S. (2010). Una aplicación de la teoría de la jerarquía de las preferencias al sector automotor colombiano. *Contaduría Universidad de Antioquia*, 56, 207-226.
- Mongrut, S., Fuenzalida, D., Pezo, G. & Teply, Z. (2010). Explorando teorías de estructura de capital en Latinoamérica. *Cuad Adm Bogotá*, 23 (41), 163-184
- Myers, S. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39 (3), 575-92.
- Ross, S., Westerfield, R. & Jaffe, J. (2012). *Finanzas Corporativas*. México DF: Mc Graw Hill.
- Shyam-Sunder, L. & Myers, S. (1999). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51(2), 219-244.
- Zambrano, S. & Acuña, G. (2011). Estructura de capital. Evolución teórica. *Criterio Libre*. 9(15), 81-102.