

Determinantes de la Estructura de Capital: Un Análisis de las Pymes Ecuatorianas con Financiamiento en el Mercado de Valores

Determinants of the Capital Structure: An Analysis of Ecuadorian SMEs with Financing in the Stock Market

Jennifer Montalván

Fecha de recepción: 04/10/2019, Fecha de aceptación: 21/11/2019

RESUMEN

Las pymes en Ecuador, buscan financiamiento en los mercados intermediarios o también conocidos como mercados bancarios, olvidando que en el país también existe el mercado de valores el mismo que ofrece muchos beneficios por medio de una serie de instrumentos bursátiles. Es por esto que el presente trabajo pretende explicar la estructura de capital en las pymes que cotizan en el mercado de valores ecuatoriano. El enfoque que se utilizó para realizar esta investigación es cualitativo con una población de 63 empresas, aplicando una metodología de datos de panel. El enfoque cualitativo se desarrolló basado en la revisión de la literatura y obteniendo la información financiera, se estudiaron cinco variables como son rentabilidad, tamaño, valor colateral de los activos, crecimiento y la protección fiscal a la deuda que se los considera determinantes dentro de la estructura de capital de las empresas. Los resultados fueron variados al dar como resultado que algunas de las variables si eran relevantes mientras otras no. Este trabajo abre un tema de discusión poco estudiado en el país como lo es el determinar la estructura de capital de las pymes que se encuentran en el mercado de valores en el Ecuador.

Palabras clave: mercado de valores, determinantes de la estructura de capital, financiamiento.

JEL: G32

ABSTRACT

SMEs in Ecuador, seek financing in intermediary markets or also known as banking markets, forgetting that in the country there is also the stock market that offers many benefits through a series of stock market instruments. That is why this work aims to explain the capital structure in SMEs that are listed on the Ecuadorian stock market. The approach that was used to conduct this research is qualitative with a population of 63 companies, applying a panel data methodology. The qualitative approach was developed based on the review of the literature and obtaining the financial information, five variables were studied such as profitability, size, collateral value of the assets, growth and fiscal protection of the debt that are considered determinants within the corporate capital structure. The results were varied, resulting in some of the variables being relevant while others were not. This paper opens a topic of discussion little studied in the country, such as determining the capital structure of SMEs that are in the stock market in Ecuador. **Keywords:** stock market, capital structure, financial determinants, stock education, indebtedness, financing.

Keywords: stock market, determinants of capital structure, financing.

JEL: G32

I. INTRODUCCIÓN

Las pequeñas y medianas empresas (Pymes) juegan un papel fundamental dentro de la economía de un país. De acuerdo con González Tirados & Medina Rojas (2011) hasta hace un par de años se sostenía la idea que el crecimiento económico estaba impulsado por las grandes empresas y las inversiones que ellas realizaban. Por años este supuesto fue una gran limitante para que el mercado crezca y abra oportunidades a nuevos competidores. A pesar de esto, gracias al desarrollo tecnológico y la globalización las pymes lograron aumentar su presencia en los mercados internacionales, impulsadas por la creciente demanda de modelos de negocio enfocados en el conocimiento, innovación y el desarrollo tecnológico.

El mercado es cada vez más competitivo, lo que constantemente presiona a las pymes a realizar cambios dentro de sus estructuras financieras, societarias y organizativas. Para esto, las empresas se han visto en la necesidad de invertir en estructura, tecnología, capital humano e innovación, con el objetivo llegar a ser más competitivas, incrementando sus volúmenes de ventas y expansión. En Ecuador las pymes representan el 99% del aglomerado empresarial, según estadísticas del año 2018 del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC). Por lo que se han implementado incentivos fiscales y económicos que les permiten su desarrollo.

El principal objetivo de una empresa ya sea pequeña, mediana o grandes al final del día es incrementar su valor (Fama & French, 2002). Para lograr generar valor, los beneficios siempre deben estar por encima de los costos financieros asumidos por las empresas. Es por esto, que la decisión de las fuentes de financiamiento para una organización, es una de las decisiones más importantes que se deben tomar. Esta debe considerar las condiciones de la deuda, y especialmente las proporciones de la misma con respecto al capital que posee.

En el momento que una empresa busca financiamiento, por lo general recurre a fuentes externas, su decisión con respecto al endeudamiento tiene gran influencia de parte de las condiciones de mercado. En Latinoamérica al igual que en otros países emergentes los sistemas bancarios son la principal fuente de financiamiento, estos representan un gran problema ya que son ineficientes, sus tasas de interés son elevadas, costos operativos altos y la rentabilidad es baja debido al riesgo que asumen (Lovera et al., 2017). Por otro lado, están los mercados de capitales, los cuales son muy pequeños en toda la región, ya que las empresas se inclinan más a la deuda, antes que a la emisión de acciones u otros instrumentos bursátiles que por lo general están compuestos por empresas grandes (García Herrero, Santillán Fraile, Gallego Herrero, Cuadro Sáez, & Egea, 2003).

Ecuador tiene una marcada tradición a utilizar el financiamiento con deuda bancaria, mientras que su mercado de valores es pequeño y se limita a unas cuantas empresas. Entre los factores para que esto suceda se encuentra la presión de los accionistas para evitar interferencias en el control de la organización, la renuencia de las pymes a transparentar su información financiera y la poca disposición a regular su funcionamiento.

La investigación busca realizar un análisis de los factores; rentabilidad (ROE, ROA), tamaño, valor colateral de los activos, protección fiscal y crecimiento para determinar cuáles son los factores determinantes que los gerentes o propietarios de las pymes deben tomar en consideración cuando se encuentran tomando la decisión de financiamiento. Este documento utiliza información basada en distintas fuentes, principalmente en los estados financieros reportados por las empresas que cotizan en bolsa y que se deben presentarlos a la Superintendencia de Compañías Mercados y Valores.

Este trabajo trata de cubrir una falencia con respecto al conocimiento financiero para la realidad ecuatoriana. Se ha utilizado una población de sesenta y tres pymes que están inscritas dentro del catastro público del mercado de valores. Sobre la base de estas empresas se quiere explicar que es lo que influye en la toma de decisiones de financiamiento por parte de los directivos de estas compañías dentro del contexto del país, estudiando el periodo comprendido entre el año 2008 al 2017.

La importancia de la investigación es fundamental para el campo de las finanzas ya que aporta con resultados empíricos los cuales aportan al campo de conocimientos sobre estructura de capital fundamentalmente en el mercado de capitales. Los estudios sobre factores determinantes de la estructura de capital en estos mercados son escasos y relativamente nuevos en América Latina. Los estudios para mercados de capitales no son suficientes con respecto a otros estudios realizados para mercados más desarrollados, por lo que este trabajo se establece como un aporte fundamental al conocimiento de la realidad empresarial desde el punto de vista financiero y su relación con las decisiones de financiamiento.

El trabajo de investigación ha sido dividido de la siguiente forma: La primera es la introducción, en donde se señalan el planteamiento y la formulación del problema, los objetivos de la investigación, la justificación y los antecedentes del problema. La segunda parte se es la revisión de la literatura la cual abarca la teoría de la estructura de capital, la teoría del trade-off, la teoría del pecking order y los estudios sobre factores determinantes de la estructura de capital. En la tercera parte del trabajo se muestran los resultados que generados como producto de la investigación. La cuarta parte del trabajo presenta son las conclusiones, en la que se discuten los resultados y finalmente en la última parte se presenta la bibliografía.

II. REVISIÓN DE LITERATURA

De acuerdo con Carballo Veiga (2011) la decisión de financiamiento es uno de los aspectos más importantes y trascendente dentro de las finanzas de una empresa. Para una toma de decisión adecuada se debe definir la estructura del capital empleado, esto quiere decir como este capital que financia el activo neto está compuesto.

El acceso a financiamiento y su costo representan una decisión importante para la competencia empresarial, así también la elección de la estructura de capital óptimo que tiene como finalidad maximizar el valor de la empresa por consiguiente estimular el crecimiento de los beneficios para los accionistas (Serghiescu & Văidean, 2014). Al encontrarse estrechamente relacionado con los métodos de financiamiento a largo plazo utilizados por las empresas, la estructura de capital refleja la relación que existe entre deuda / capital en la elección de financiamiento.

Dentro de la literatura se han encontrado estudios previos, los cuales se utilizan como punto de partida de esta investigación. El objetivo de esta sección es mencionar algunas de las investigaciones más relevantes para que sirvan de referentes antes de realizar la elaboración del modelo de la estructura de capital. De acuerdo con Gómez Jacinto (2014) el objetivo de estos estudios es encontrar las causas que influyen en el endeudamiento de una empresa, la mayoría de ellos mencionan en su desarrollo que las empresas pueden adoptar dos posiciones teóricas la del trade-off o la del pecking order. Miguel & Pindado (2001) menciona que estos factores se pueden analizar desde dos puntos de vistas; características generales de la empresa y las características institucionales.

Dentro de las teorías que estudian los factores determinantes de la estructura de capital existen distintas variaciones importantes, por lo que se considera que todavía ninguno ha sido capaz de proporcionar un compendio satisfactorio sobre qué factores que afectan la decisión de la estructura de capital, como

mencionaron en su estudio Brealy, Myers, & Allen (2011). Las teorías mencionan que las empresas deciden su estructura de capital basándose en las características que determinan los costos y beneficios relacionados con la deuda y el patrimonio (Kakani & Reddy, 1998). por lo que es fundamental destacar que el objetivo principal de las empresas es incrementar su valor, lo mismo que es posible al obtener beneficios que superen los costos financieros, y a su vez destacan que las decisiones de elegir las fuentes de financiamiento sean cruciales para una compañía (Cornejo Díaz & Helbert , 2016).

El estudio de la estructura de capital es uno de los temas más importantes dentro de las finanzas y uno de los más controversiales. Graham & Leary (2011) enfatizan dentro de su estudio que es un tópico importante en el caso de las empresas que pertenecen a los mercados emergentes, ya que el autor denota que en estas economías existen elevados costos financieros y su transparencia dentro de los procesos en la mayoría de los casos es un obstáculo.

Teorías sobre la estructura de capital

Fischer, Heinkel, & Zechner, 1989; Padilla Ospina, Rivera Godoy, & Ospina Holguín (2015) señalan en sus distintos estudios que las teorías que explican la estructura de capital en los países emergentes son: la del Pecking Order Theory (POT) y Trade- off Theory (TOT) las mismas que han sido utilizadas en la mayor parte de los estudios relacionados. Estas teorías al ser las principales son las que mejor explican el endeudamiento de las empresas.

Teoría del Pecking Order (POT)

Acerca de POT o teoría de la jerarquía inicialmente fue basada en la premisa de Donaldson (1961) que sostuvo que las empresas al ser más rentables, se inclinan a financiarse internamente. Tiempo después Myers (1983) sostenía que la jerarquía era parte fundamental dentro de la decisión de financiamiento, por lo que, en primera instancia las empresas intentarían financiarse por medio de sus fuentes internas o utilidades retenidas; en segundo plano, se buscaría financiamiento externo o en instituciones financieras; y, como última instancia mediante emisiones de acciones o bonos. Según Brealy et al. (2011); Cornejo Díaz & Helbert , 2016; Myers & Majluf (1984) la POT, menciona que las empresas, principalmente, buscan financiamiento por medio de las fuentes internas ya que los gerentes prefieren mantener el control de la empresa y evitar los costos de transacción creados por la distorsión de la información en la decisión de inversión.

Según Chen & Chen (s. f.) los costos de transacción juegan un papel importante en la decisión de estructura de capital de una empresa, ya que con la obtención de nuevo financiamiento externo estos costos resultan más altos que los costos de obtener financiamiento interno, además que los fondos internos no asumen ningún costo de transacción, por lo que de acuerdo con Gaud, Jani, Hoesli, & Bender (2005) los estudios son consistentes con la teoría.

Teoría del Trade Off (TOT)

Por otro lado, la teoría trade-off (TOT), es una teoría que se ha desarrollado a partir de las modificaciones realizadas por Modigliani & Miller (1963) sobre su teoría de irrelevancia de la estructura del capital, en la que sostiene que, el valor de la empresa no depende de la estructura de capital (Modigliani & Miller, 1958). En 1963 los mismos autores identificaron que la deuda en términos fiscales (se referían al ahorro fiscal) crea un beneficio a la empresa, de acuerdo a esto ellos sostienen que endeudarse resulta ser óptimo para la organización (Padilla Ospina et al., 2015). Puesto en análisis una de las ventajas con respecto al área

tributaria es que en el endeudamiento se aplica según Briozzo & Vigier (2006) “una deducción de los intereses de la base imponible al impuesto a las ganancias”. Kraus & Litzenberger (1973) mencionaron que existe un canje, o estado de preferencia, que asocian los beneficios fiscales de una deuda y los costos. Este estudio plantea que dentro de las empresas existe un óptimo de deuda (estructura de capital óptimo), el mismo que se encuentra conformado por el apalancamiento en el que los beneficios marginales subsanan los costos marginales.

Uno de los principales atributos de esta teoría, se fundamenta en que ayuda a definir la tasa óptima de endeudamiento, y su variación depende de ciertas características de cada empresa; por ejemplo, por un lado tenemos a las grandes organizaciones que tienen la oportunidad de expandirse, mientras que también tenemos empresas menos rentables, lo que sucede según la TOT es que las empresas menos rentables con un alto porcentaje de activos corrientes presentaran un bajo nivel de endeudamiento, en tanto las empresas más grandes que poseen flujos de efectivo estables y la proporción de los activos corriente es alta estarán crecidamente apalancadas (Myers, 2003; Serghiescu & Văidean, 2014)

También se debe considerar que esta teoría presenta beneficios que defienden la postura del incremento de la deuda, según Jensen & Meckling (1976) el limitado flujo de caja y la presión que esto genera en los gerentes, harán que ellos realicen una mejor gestión de los recursos actuando en consecuencia al miedo de riesgo de bancarrota, ya que según Grossman & Hart (1983) esto no solo implica una afectación a la empresa sino también repercute en su reputación. Por otro lado, se considera que, al tener efectivo en exceso, los gerentes lo utilizaran de forma menos eficiente. Esto significa que la TOT defiende que la estructura de endeudamiento óptima debe equilibrarse con los costos de bancarrota y la reducción de los costos de agencia (Cornejo Díaz & Helbert, 2016).

Este estudio toma en consideración ciertas características de las empresas como factores determinantes de la estructura de capital, las mismas que han sido analizadas en base a estudios anteriores. Acorde con la revisión de la literatura, la mayoría de los estudios que se han hecho acerca de cuáles son los factores más relevantes al determinar la estructura de capital en la empresa estos han sido realizados en mercados de valores desarrollados y pocos son los mercados latinoamericanos que han sido analizados, aun así, existe literatura que hace referencia a los mercados financieros que se encuentran en desarrollo. Cornejo Díaz & Helbert (2016) realizó un estudio sobre los factores determinantes de la estructura de capital: evidencia del mercado de valores peruano. Rivera & Gracia (2014) realizaron un estudio sobre los factores que determinan industriales cotizadas de la CAN y las españolas. Miguel & Pindado (2001) realizó un estudio sobre los valores determinantes de la estructura de capital de empresas españolas. Salawu & Agboola (2008) determinaron la estructura de capital no financiera de las firmas en Nigeria. Gaud et al. (2005) determinaron los factores determinantes de la estructura de capital de 140 empresas suizas que se encuentran dentro del mercado de capitales. Padilla Ospina et al. (2015) realizan un estudio sobre los determinantes de la estructura de capital de las Mipymes del sector real participantes del premio innova. Kakani & Reddy (1998) analizaron en su estudio econométrico de los determinantes de la estructura de capital de las empresas en la India. Franco, López Martínez, & Muñoz (2010) realizaron estudios iguales pero aplicados a empresas uruguayas.

En el caso de Ecuador hasta el momento no se han encontrado estudios previos que sustenten la investigación de la estructura de capital, por lo que el trabajo parte de estudios de otros países para poder determinar los factores que influyen dentro de la estructura de capital. En concordancia con la literatura existente, el apalancamiento financiero se constituye en la medida más utilizada de la estructura de capital. la elección de las variables independientes se la hizo basándose en los estudios previos dentro de economías desarrolladas y

en desarrollo. En este trabajo se utilizaron cinco variables independientes de acuerdo con la literatura que se ha tomado como marco referencial.

Valor colateral de los activos: siguiendo la línea de la teoría del trade-off, los activos tangibles operan como activos de garantía frente a la búsqueda de créditos, emisiones de bonos o de algún otro tipo de operaciones financieras. Esto les permitirá a las empresas tener un nivel de apalancamiento más elevado. Este tipo de garantías disminuyen los problemas de riesgo moral entre los accionistas y acreedores, causado principalmente por la información que poseen los accionistas y que no la tienen sus acreedores (Jensen & Meckling, 1976; Tejos & Fernández, 2018). En su estudio Thies & Klock (1992) hicieron referencia a que los activos fijos netos respaldan mejor la emisión de deuda a largo plazo, mientras que los inventarios cambian el financiamiento de acciones comunes a endeudamiento de corto y largo plazo. Por otro lado, existen estudios como los de Gaud et al. (2005); Titman & Wessels (1988) que afirman que los activos tangibles hacen las funciones de colaterales en el caso de que las deudas no puedan ser cubiertas por las empresas.

Rentabilidad: desde el punto de vista de la teoría del trade-off a las empresas les conviene aumentar sus niveles de endeudamiento para que de esta forma se aprovechen las ventajas fiscales por deuda. Además, según Hernández Carmen & Ríos Bolívar (2013) al adquirir deuda las empresas crean un historial de rentabilidad alta lo cual sirve de indicador para proyectarse que en el futuro la empresa tendrá una buena rentabilidad, lo que provocaría que sus acreedores confíen más y les presten montos mayores. Los estudios que defienden las ventajas tributarias se enfrentan con el planteamiento que esta puede no ser aplicables para algunas empresas que cuentan con otros métodos de reducción de impuestos, algunos ejemplos son, la depreciación o algún tipo de protección fiscal.

La rentabilidad también se la puede estudiar desde el punto de vista de la teoría del pecking order, que menciona que los administradores al tomar la decisión de financiamiento en primera instancia prefieren hacerlo de forma interna (Myers & Majluf, 1984). Por lo que de acuerdo con la teoría se dice que las empresas más rentables se autofinancian y recurren menos a la deuda. Como resultado, esta teoría sugiere que existe una relación negativa entre el apalancamiento y la rentabilidad.

Tamaño de la empresa: Las empresas más grandes son más diversificadas que las pequeñas, esto ayuda a que este tipo de empresas sean menos volátiles con respecto a sus flujos de efectivo y que su probabilidad a una posible quiebra sea menor (Rajan & Zingales, s. f.; Titman & Wessels, 1988). En vista de lo anterior se reducen los costos de bancarrota, con lo que se espera que la capacidad de endeudamiento de las empresas más grandes sea mayor que el de las pequeñas para que de esta forma, sus costos sean menores al emitir deuda o capital. Asimismo, las grandes empresas esperan emplear elevados niveles de deuda que las empresas pequeñas. De acuerdo con la teoría trade-off la relación que existe entre el tamaño y el apalancamiento esta positivamente relacionada (Barclay & Smith, 1996; Titman & Wessels, 1988; Wiwattanakantang, 1999).

Chakraborty (2010); Titman & Wessels (1988) en sus respectivos estudios encuentran una relación negativa entre las grandes empresas y el endeudamiento, ya que estas se inclinan principalmente a utilizar más capital que deuda. Pero, desde un punto de vista contrario, dentro de su trabajo Remmers, Stonehill, Wright, & Beekhuisen (1974) hallan efectos no significativos entre el tamaño de la empresa y la estructura de capital.

Crecimiento: el rápido crecimiento en las ventas de una empresa por lo general está relacionada con su necesidad de aumento de sus activos fijos. Es quiere decir que el crecimiento de una empresa refleja que en el futuro la misma va a presentar una necesidad de fondos y la retención de ganancias.

Determinantes de la Estructura de Capital: Un Análisis de las Pymes Ecuatorianas con Financiamiento en el Mercado de Valores • Montalván.

La teoría del trade-off de acuerdo a Gómez Jacinto (2014) “sostiene que los beneficios retenidos de empresas con elevado crecimiento incrementan y tienen que emitir mayor deuda para poder mantener el ratio deuda/ capital objetivo”. Lo que representa una relación positiva entre crecimiento y endeudamiento. La teoría del pecking order sostiene que el crecimiento provoca que las empresas cambien el financiamiento de nuevo capital a deuda (Baskin, 1989).

Protección fiscal: de acuerdo con la teoría del trade-off, la relación entre la tasa efectiva de impuestos y el nivel de apalancamiento esta positivamente relacionada. Las empresas tienen un incentivo para endeudarse porque pueden beneficiarse del escudo fiscal debido a la deducibilidad de los intereses. DeAngelo & Masulis (1980) muestran que, si existen escudos fiscales sin deuda, entonces es probable que las empresas no utilicen los escudos fiscales de la deuda, ya que los escudos fiscales sin deuda resultan ser mejores incentivos y más convenientes para estas empresas.

Se considera que dentro este tipo de protección fiscal sin deuda se encuentran “las deducciones de impuestos como los gastos de depreciación de activos fijos o los costos que genera las actividades de investigación y desarrollo de la empresa” (Gómez Jacinto, 2014). Es importante el enfatizar en la importancia de los diferentes tipos de protección fiscal y el impacto en las tasas impositivas marginales de las empresas. De acuerdo con Graham & Leary (2011) el escudo fiscal representa en promedio un 4.3% del valor de las empresas siempre y cuando se consideran los impuestos corporativos y personales de los accionistas.

Teoría de Agencia

“La estructura de capital de la empresa se crea por un conjunto de contratos caracterizados por mantener una relación de agencia, donde el principal delega autoridad en la toma de decisiones a otra persona para que desempeñe un servicio a su nombre” (Rivera Godoy, 2002). Esta teoría analiza los problemas que surgen como resultado de la información asimétrica, lo que da como resultado por la falta de información entre las partes de una empresa, esto es importante de considerar porque el flujo de información llega a ser un determinante para la toma de decisiones (Mishkin, 2008). Otros autores definen esta teoría como los problemas que se crean cuando un miembro de la empresa tiene algún tipo de información que otro no, lo que causa conflictos al momento de tomar decisiones ya que la información no fluye ni es transparente. Para López Lozano (2015) “los problemas generados por la información asimétrica en la Teoría de agencia se refieren a la selección adversa y el riesgo moral”.

Riesgo Moral

Basado en la literatura el riesgo moral tiene una fuerte relación con la información asimétrica. El riesgo moral se explica según como la asimetría de información que se genera por la posible actuación de una de las partes dentro de la relación empresarial, esto se puede relacionar con el comportamiento oportunista que sustenta la asimetría de información.

En el caso de los directivos, el riesgo moral nace de los incentivos al momento de tomar decisiones o actuar para su propio beneficio. Uno de los problemas que presenta el riesgo moral es que los accionistas como respuesta a la posibilidad de que los directivos obtén por un comportamiento oportunista, no ceden el control y la toma de decisiones, por lo que la empresa se aleja del objetivo de la búsqueda de valor.

El riesgo moral se relaciona con la decisión de aumentar el nivel de endeudamiento, con el objetivo de exponer a las empresas a la supervisión del sector financiero causando así la disminución de los conflictos de interés que suelen darse por la discrecionalidad de los directivos sobre el uso del dinero o también conocido

como el flujo de caja libre. La deuda compromete a los directivos a direccionar los recursos al pago de los intereses que estas causan, por lo que dan la seguridad que los fondos no serán utilizados en inversiones poco productivas o empleadas de forma ineficiente. La deuda compromete a los directivos a tomar decisiones que se encuentren encaminadas hacia el mismo objetivo que es la creación de valor, reducir las posibilidades de insolvencia y quiebra. La teoría sostiene que con el objetivo de alinearse a estos supuestos los directivos tomarán mejores decisiones y se verán menos inclinados a obtener beneficios empresariales propios.

El nivel de endeudamiento que los directivos están dispuestos a adquirir está relacionado directamente con los conflictos de interés que existen entre los accionistas y los directivos. De acuerdo con Menéndez Requejo (2001) si existen mayores niveles de supervisión, se espera que los niveles de deuda sean mayores, mientras que si existe menos supervisión y los accionistas ceden más el control entonces se supone que el nivel de endeudamiento será menor. Los conflictos de interés se ven minimizados cuando la relación de la participación de los directivos en el capital accionario se ve involucrada ya que este se verá más comprometido en velar por los intereses del accionista (Agrawal & Nagarajan, 1990).

Selección Adversa

Los efectos de la información asimétrica surgen como resultado al inicio de una relación o contrato, estos pueden originar según Akerlof (1970) el efecto de selección adversa. Este problema está direccionado a la postura que adoptan los dos agentes, por un lado, están los agentes que presentan mayores riesgos y se encuentran en la necesidad de buscar financiamiento, y por otro lado se encuentran los agentes que según Akerlof (1970) se encuentran menos informados por lo que no se encuentran en la posición de diferenciar entre una buena o mala decisión, lo que también de acuerdo a Menéndez Requejo (2001) se conoce como oportunismo precontractual. Como resultado de esta falta de información, se asume que el sujeto menos informado tiene un conflicto al momento de decidir entre una buena o mala elección, ya que siempre va a pensar que lo ofrecido por el otro sujeto es la peor opción (porque aparentemente resulta lo más conveniente).

Se han identificados algunos puntos sobre la selección adversa y su relación con la estructura financiera. Mishkin (2008) hace referencia a tres puntos importantes que influyen en las empresas y sus decisiones a buscar financiamiento:

1. Para las pymes el financiamiento indirecto se encuentra por encima del directo, teniendo en consideración que el financiamiento directo se refiere a la emisión de los instrumentos financieros del mercado de valores, al contrario de los indirectos que estos necesitan un intermediario (entidades bancarias) para poder acceder a fuentes de financiamiento.
2. En los países en vías de desarrollo los bancos tienen mayor influencia en las empresas porque resultan ser los medios más utilizados al momento de buscar financiamiento.
3. Las compañías más grandes y estructuradas tienen mayor acceso al mercado de valores. Al momento de captar inversionistas las posibilidades de las pequeñas empresas son más limitadas debido a la escasa información que los inversionistas pueden encontrar.

El supuesto de la selección adversa es aplicable a la selección del mercado de valores, ya que la preferencia por los mercados intermediarios sobre los mercados de valores no solo en Ecuador sino en toda Latinoamérica es un tema bastante complejo. Al comparar como se desenvuelven ambos mercados desde el punto de vista del flujo de la información se denota que, con respecto a los bancos, estos no tienen el problema de la manipulación de información como las tasas y precios, caso que no se apega al mercado de valores el cual es un extracto volátil. Apegándose a lo sostenido por la selección adversa la falta de

información con respecto a las empresas influye en la decisión de los inversionistas con respecto a cuáles son organizaciones son buenas o malas, este sesgo representa un limitante para las empresas buenas porque se arriesgan a no ser escogidas y que sus emisiones no tengan los resultados esperados.

Teoría de señales

La teoría de emisión de señales, de acuerdo a Ross (1977) discute que la decisión de endeudamiento involucra la existencia de un equilibrio entre los costos financieros y los subsidios fiscales. Con respecto a esto, se afirma que la estructura de capital se optimiza de acuerdo a Menéndez Requejo (2001) “cuando el subsidio marginal de la deuda es igual al costo marginal por problemas financieros”, lo que significa que se incrementan los niveles de endeudamiento a medida que las utilidades netas o también conocidos como beneficios netos aumenten, por lo que los inversionistas tienden a ver el endeudamiento como una señal de valor para la empresa. El aumento de endeudamiento para algunos autores como Navarrete Martínez (2012) son tomados como una señal favorable de inversión, basándose en el supuesto que los directivos no se arriesgarían a incrementar su nivel de deuda si existiera una alta posibilidad de fracaso.

III. METODOLOGÍA

Para la comprobación de las hipótesis propuestas se utilizó información de fuentes secundarias. De manera específica, para las cuentas financieras, se emplearon los balances pertenecientes al formulario 101 provisto por las empresas a la institución supervisora; es decir, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (SCVS). Esta información es reportada de manera anual por todas las empresas registradas en la SCVS y se encuentra disponible en el portal web de la institución. Así, se recogió información desde el año 2008 hasta el 2017, permitiendo tener la estructura de datos de panel. Debido al interés específico en estudiar aquellas empresas que acceden a financiamiento por medio del mercado de valores, la muestra de empresas se ve reducida a 2652 observaciones pertenecientes a 272 empresas. Dichas empresas, pertenecen a dieciséis diferentes actividades económicas, teniendo una mayor concentración en el comercio al por mayor y menor con una participación de 38.08% seguido de las manufacturas con el 35.91%.

Con la finalidad de verificar que los datos no tuvieran inconsistencias o datos aberrantes producto, por ejemplo, de errores en el ingreso de información; se revisaron las principales cuentas financieras: activos, pasivos, patrimonio, ventas y utilidades. También, se verificó que la ecuación contable fuera satisfecha y que las empresas no tengan un patrimonio neto menor a ochocientos dólares. Así, para la realización empírica, no hizo falta un proceso de depuración debido a que los datos guardaban consistencia.

Con respecto a las variables utilizadas para el estudio, se ha tomado en consideración algunos estudios anteriores los cuales han estudiado un problema parecido en diferentes contextos. Por ejemplo, el estudio realizado por Gómez (2014). Así, se tienen:

Tabla 1. Variables utilizadas en el análisis de regresión.

Variable	Justificación	Cálculo
Valor Colateral de los Activos	Proveer Seguridad a los acreedores financieros.	Activos fijos/ Activos
ROA/ROE	Empresas con niveles altos de rentabilidad tienden a disminuir su nivel de endeudamiento sustituyéndolo con financiamiento vía beneficios retenidos.	Utilidad neta/ Activos

Tamaño	Empresas de diferentes tamaños tienen diferentes comportamientos de endeudamiento, sobre todo en plazos de deuda. Por ejemplo, las empresas pequeñas tienen mayores niveles de endeudamiento de corto que de largo plazo	Ln(activos)
Crecimiento	El crecimiento de las empresas puede hacer que las necesidades de fondos futuros sean mayores.	Variación porcentual activos
Escudo Fiscal	Este factor puede estar relacionado con el nivel de endeudamiento de una compañía debido a la reducción de la tasa impositiva.	Depreciación/Activos

Elaboración: Propia

Para la aplicación empírica, se pretende encontrar aquellos factores financieros que determinan la estructura de capital en las empresas locales que tienen financiamiento por medio del mercado de valores. Debido a la estructura de los datos, la aplicación de un modelo de mínimos cuadrados ordinarios (MCO) no capturaría la riqueza de los datos de panel. En su lugar, existen otras técnicas más adecuadas, en este marco; las más conocidas son aquellas de carácter estático, es decir, los estimadores de efectos fijos y de efectos aleatorios. A pesar de las ventajas de cada una, un diseño más conveniente viene dado por el estimador de efectos fijos. Esta técnica nos permite controlar la heterogeneidad no observada dentro del diseño de la investigación propuesta. Así, todos aquellos factores no son observables por el investigador, pero permanecen constantes en el tiempo, son controlados por este método. Esto permite tener estimadores algo menos sucios de sesgo y eliminar cualquier otro tipo de influencia que pueda hacer ruido en la relación propuesta. De esta manera, matricialmente el modelo toma la siguiente forma:

Considerando un modelo general donde todas las variables varían en i y t .

$$y_{it} = x'_{it}\beta + \alpha_i + \eta_{it} \#(1)$$

Teniendo en consideración que $t = 1, \dots, T$

$$\underset{T \times 1}{\underline{y}_i} = \underset{T \times L}{\underline{X}_i} \underset{L \times 1}{\underline{\beta}} + \underset{1 \times 1}{\alpha_i} \underset{T \times 1}{\underline{1}_T} + \underset{T \times 1}{\underline{\eta}_i} \#(2)$$

Definimos

$$Q_T y_i = Q_T X_i \beta + \alpha_i Q_T \underline{1}_T + Q_T \eta_i \#(3)$$

$$\tilde{y}_i = \tilde{X}_i \beta + \tilde{\eta}_i$$

De otro modo

$$\begin{bmatrix} \tilde{y}_i \\ \vdots \\ \tilde{y}_n \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \tilde{X}_1 \\ \vdots \\ \tilde{X}_n \end{bmatrix} \beta + \begin{bmatrix} \tilde{\eta}_i \\ \vdots \\ \tilde{\eta}_n \end{bmatrix} \#(4)$$

$$\underset{Tn \times 1}{\tilde{y}} = \beta \underset{Tn \times 1}{\tilde{x}} + \underset{Tn \times 1}{\eta} \quad \#(5)$$

Por lo tanto, el estimador de efectos fijos, toma la siguiente forma:

$$\hat{\beta}_{FE} = (\tilde{x}'\tilde{x})^{-1}\tilde{x}'\tilde{y} \quad \#(6)$$

$$\hat{\beta}_{FE} = \left(\sum_{i=1}^n \tilde{x}_i'\tilde{x}_i \right)^{-1} \sum_{i=1}^n \tilde{x}_i'\tilde{y}_i \quad \#(7)$$

A pesar de que este estimador puede ser bastante robusto en términos de eficiencia, para que los resultados sean completamente insesgados deben cumplir ciertos supuestos. Entre ellos, que no exista autocorrelación, que la covarianza entre los cofactores (variables independientes) y el término de error sea cero, que no exista heterocedasticidad y que el grado de multicolinealidad del modelo sea bajo. De todos los posibles problemas anteriormente mencionados, el más difícil de cumplir es la exogeneidad entre las variables independientes y el término de error, este problema es conocido como endogeneidad y sus dos fuentes comunes son el sesgo por variables omitidas y la causalidad reversa. El tratamiento de este problema usualmente es abordado por métodos que consideren el uso de variables instrumentales, no obstante, en la práctica encontrar un instrumento útil no es una tarea sencilla. Sin embargo, existen otras prácticas menos ortodoxas ampliamente utilizadas; entre estas el uso de rezagos en las variables independientes que potencialmente podrían sufrir de problemas de endogeneidad. La idea intuitiva detrás de esto es que, si bien es cierto que en un periodo determinado, por ejemplo “t”, la covarianza entre una variable y el término de error puede ser diferente de cero; en “t-1” es menos probable que esto suceda (a menos que el efecto sea persistente en el tiempo). Así, aunque este enfoque puede no eliminar del todo el sesgo, al menos mitiga el problema de endogeneidad. Otro problema bastante común, aunque menos tratado, es el ajuste correcto de los errores. Este problema no es trivial desde que un mal tratamiento de los errores podría conducir a mostrar evidencia de un efecto que realmente no existe. Por ejemplo, los problemas de autocorrelación y heterocedasticidad son los más comunes. Para esto, se podría pensar que utilizar errores estándares robustos sería suficiente, sin embargo, esto solo se cumple cuando el tamaño del panel es pequeño. Por otro lado, dentro de la micro-econometría otro problema es la dependencia transversal de los errores, este problema suele ser obviado aun cuando los estimadores podrían perder eficiencia. Dentro de esta investigación, se pretende abordar metodológicamente todos estos problemas para brindar resultados confiables.

Para la determinación de los factores que están relacionados al nivel de endeudamiento se han desarrollado diferentes especificaciones con la finalidad de probar la estabilidad del modelo propuesto. No obstante, tomamos como punto de partida el modelo desarrollado por De Miguel & Pindado (2001). Así, el modelo teórico de datos de panel toma la siguiente forma:

$$Estructura_{it} = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 Tama\~{n}o_{it} + \beta_3 VCA_{it} + \beta_4 Escudo_{it} + \beta_5 Crecimiento_{it} + \varepsilon_{it} \quad \#(8)$$

Donde *Estructura_{it}* representa la estructura de capital de la empresa *i* en el tiempo *t*, *ROA_{it}* representa la rentabilidad de la empresa, *Tama\~{n}o_{it}* representa el logaritmo natural de los activos. *VCA_{it}* es definido como el valor colateral de los activos, *Escudo_{it}* es el escudo fiscal y por último *Crecimiento_{it}* es la variación porcentual de los activos con respecto al año anterior. En este documento se analiza la estructura de capital completa; por esta razón, no se realiza una discriminación de largo o de corto plazo.

A pesar de que la ecuación 8 puede bien representar la estructura de capital, existen otros factores de entorno (ambiente) que pueden afectar a la estructura de las empresas, como, por ejemplo, las restricciones de acceso al crédito o cambios en los esquemas de endeudamiento. Todo esto en conjunto podría contribuir a variaciones en las decisiones de financiamiento de las compañías. Por esta razón es importante incluir variables que capturen estos efectos diversos. Una manera, es incluir variables de corte macroeconómico y de industria, así como de actividad, tendencias e incertidumbre económica. Otra forma, algo mas completa, es incluir variables dicotómicas de tiempo. Para la aplicación empírica presentada en este documento se seguirá el segundo enfoque el cual considera los posibles shocks que ocurren en el tiempo. Así, se tiene:

$$Estructura_{it} = \beta_0 + Linea - Base + \sum_{t=1}^T Años_t + \varepsilon_{it} \#(9)$$

donde, $Linea - Base = \beta_0 + \beta_1 ROA_{it} + \beta_2 Tama\tilde{n}o_{it} + \beta_3 VCA_{it} + \beta_4 Escudo_{it} + \beta_5 Crecimiento_{it}$

Por otro lado, debido a que el concepto de rentabilidad es muy amplio se pretende mostrar estabilidad en el modelo propuesto cambiando el ROA por el ROE.

IV. RESULTADOS

Los resultados del análisis de regresión son presentados en la tabla 2, aquí se muestran cuatro modelos diferentes los cuales siguen dos enfoques: el enfoque base y el enfoque de control. El primero, es decir, el enfoque base representa el modelo propuesto sin controlar por los efectos fijos del tiempo (previamente descritos); mientras que el modelo de control incluye estos efectos. También, se presenta evidencia para diferentes tipos de medidas de rentabilidad y como análisis de robustez, en la tabla 2, se presentan los modelos 8 y 9 substituyendo las variables a nivel por rezagos de un año.

Tabla 2. Resultados de la regresión de efectos fijos

<i>y_{it}</i> : Estructura de Capital	Base	Control	Base	Control
	(1)	(2)	(3)	(4)
ROA	-0.656*** (0.145)	-0.674*** (0.123)		
ROE			-0.007 (0.011)	-0.013* (0.007)
VCA	-0.213*** (0.047)	-0.138*** (0.041)	-0.136*** (0.041)	-0.113*** (0.038)
Escudo Fiscal	-0.021 (0.067)	-0.002 (0.063)	0.082* (0.049)	0.093** (0.047)
Crecimiento	0.0002 (0.0002)	0.0001** (0.0002)	0.0001** (0.0002)	0.0001** (0.0001)
Tamaño	-0.002 (0.002)	0.185*** (0.006)	0.004 (0.005)	0.018** (0.005)
Otros Efectos fijos				
Años	No incluidos	Incluidos	No incluidos	Incluidos
Ciudad	No incluidos	Incluidos	No incluidos	Incluidos

Notas: ROA y ROE representan las variables de rentabilidad. VCA es el valor colateral de los activos. Errores estándar en clúster por empresas para corregir heterocedasticidad y auto correlación. ***, **, * representan los niveles de

significancia al 1,5 y 10% respectivamente.

Tabla 3. Resultados de la regresión de efectos fijos rezagada.

<i>y_{it}</i> : Estructura de Capital	Base	Control	Base	Control
	(1)	(2)	(3)	(4)
ROA	-0.008 (0.031)	-0.038 (0.037)		
ROE			-0.018*** (0.003)	-0.014*** (0.037)
VCA	-0.100** (0.041)	-0.078** (0.038)	-0.082** (0.039)	-0.063* (0.037)
Escudo Fiscal	0.015 (0.025)	0.003 (0.025)	0.044* (0.025)	0.055** (0.025)
Crecimiento	0.0003*** (0.0003)	0.0003*** (0.0003)	0.0003*** (0.0003)	0.0003*** (0.0003)
Tamaño	-0.005 (0.004)	0.004 (0.004)	-0.004 (0.005)	0.003 (0.004)
Otros Efectos fijos				
Años	No incluidos	Incluidos	No incluidos	Incluidos
Ciudad	No incluidos	Incluidos	No incluidos	Incluidos

Notas: ROA y ROE representan las variables de rentabilidad. VCA es el valor colateral de los activos. Errores estándar en clúster por empresas para corregir heterocedasticidad y autocorrelación. ***, **, * representan los niveles de significancia al 1,5 y 10% respectivamente. Todas las variables independientes están rezagadas un periodo.

La tabla 2 muestra los resultados de regresión para el análisis propuesto, aquí se puede observar la relación entre las variables independientes y la estructura de capital. Entre los resultados a destacar, se encuentra que la rentabilidad, el valor colateral de los activos y la variación porcentual de los activos son determinantes estables para el explicar la estructura de capital de las empresas que acceden al financiamiento en la bolsa de valores del ecuador. Es destacable que la rentabilidad de las empresas esta negativamente relacionada con la estructura de capital de las empresas, esto podría indicar que las empresas a medida que incrementan sus márgenes de ganancia, en promedio, disminuyen su nivel de endeudamiento y podrían substituirlo por financiamiento vía ingresos retenidos. Esta relación se cumple para la rentabilidad medida por el ROA y por ROE, lo que muestra un comportamiento estable en esta relación. Por otro lado, el valor colateral de los activos es un determinante estable y robusto en todas las especificaciones manteniendo su efecto y significancia. Su relación con la estructura de capital es negativa, este resultado indica que las empresas ecuatorianas que se financian por medio del mercado de valores puede que no utilicen sus activos como garantía para sus gestiones de endeudamiento, o tal vez para este tipo de financiamiento no existen exigencias de garantías. Podría también suceder que las empresas se estén endeudando a un plazo en el que las exigencias por garantías sean menores y así disminuir el riesgo de comprometer sus activos; este resultado también se muestra en anteriores investigaciones como la desarrollada por Mazur (2007).

El crecimiento de las empresas también se muestra como un determinante de la estructura de capital, debido a su relación positiva con la estructura de capital este resultado podría ser un indicador de que el mantener un nivel de endeudamiento alto ha contribuido al desarrollo de esta muestra de empresas. Esto también podría dar luz de la buena gestión de financiamiento realizada por estas empresas y confirmar la evidencia de que parte de este financiamiento se esta dirigiendo a la compra de activos y al capital de trabajo.

Otro resultado interesante pero no tan robusto, es la evidencia encontrada entre la relación con el escudo fiscal. La dirección de este efecto es positiva, lo que podría indicar que las empresas prefieren el financiamiento por deuda para poder disminuir su base imponible y generar “mas ganancias”.

El tamaño de las empresas a también resulta ser una determinante de la estructura de capital (aunque menos robusto). Esto podría indicar que las empresas en promedio se endeudan en para financiar activos, por ejemplo, para fortalecer su capital de trabajo y buscar así incrementar las ventas de la compañía; este resultado es consistente con anteriores trabajos como el realizado por Antoniou, Guney, & Paudyal (2008).

En cuanto a la tabla 3, los resultados se muestran estables por lo que es posible mencionar que los resultados mostrados son robustos. No obstante, analizar la estructura de capital para las empresas de manera general, con una muestra mas grande ayudaría a una mejor comprensión de las decisiones de endeudamiento de las empresas en el Ecuador. En cuanto a la parte metodológica, seria importante replicar el modelo propuesto con modelos dinámicos de datos de panel.

V. CONCLUSIONES

Por medio de este trabajo se ha querido demostrar cuales son los determinantes para que las pymes tomen la decisión de acceder al mercado de valores en Ecuador. Los resultados obtenidos en la investigación son relevantes porque nos brindan una visión más amplia de lo que está sucediendo con respecto a la relación de las pymes con este mercado, siendo de gran utilidad para que las empresas y las entidades reguladoras del mercado de valores tomen medidas para mejorarlo.

Con la finalidad de obtener resultados más relevantes se optó por aplicar una metodología mixta. De esta metodología, en la parte cuantitativa, se realizó el estudio de las fuentes secundaria (fuentes institucionales) para así recopilar información financiera pertinente. Esta parte del proceso fue estudiada por medio de una regresión de datos de panel para ser analizadas basándose en la investigación de las teorías y estudios empíricos sobre la estructura de capital, con la finalidad de medir los factores que influyen a los directivos a decidir el tipo y nivel de endeudamiento de las pymes que se encuentran dentro del mercados de valores.

Las variables han sido empleadas en un sin número de estudios sobre la estructura de capital en el mundo, pero dentro de Ecuador es un tema muy poco explorado y más aún si se lo enfoca hacia las pymes por lo que, la investigación expone datos curiosos y relevantes sobre el tema. El modelo utilizó cinco variables que de acuerdo con la literatura revisada son las determinantes más influyentes, aunque no son los únicos. Los resultados obtenidos muestran que de las pymes dentro del mercado de valores ecuatoriano los factores determinantes de la estructura de capital son el tamaño, crecimiento y escudo fiscal, mientras que rentabilidad y valor colateral de los activos no arrojaron resultados positivos aun así esto no los vuelve irrelevantes para futuros investigaciones.

Los resultados muestran que el tamaño dentro de la investigación es un determinante importante para las pymes que cotizan en el mercado de valores durante todos los periodos de estudio, lo que nos lleva a concluir que las empresas buscan este tipo el financiamiento por medio del mercado de valores para poder invertir en activos que los ayuden a incrementar sus ventas. De la mano con el tamaño de la empresa, también se obtuvo una respuesta positiva con respecto a la variable crecimiento la cual muestra que si la empresa crece entonces su inclinación al endeudamiento crece con ella, por lo que de acuerdo con los resultados la mayoría de las pymes que cotizan presente esta variable como relevante. Por último, los resultados muestran que el escudo fiscal a pesar de no ser una variable tan robusta tiene un efecto positivo,

lo que se fundamenta en la postura que las pymes con la finalidad de crear un ahorro por medio del escudo fiscal se inclinan a la búsqueda de financiamiento externo.

Estos datos son relevantes porque permiten mostrarles a las pymes, que hoy en día no cotizan en el mercado de valores pero que se pueden considerar como potenciales emisoras, como este mercado se encuentra desarrollándose en la actualidad. De esta forma ellas tendrán un referente con respecto a cómo direccionar su decisión de endeudamiento de acuerdo con los factores de crecimiento, tamaño y ventajas del escudo fiscal que se han demostrado en el estudio.

Este trabajo presenta resultados que no se encuentran desarrollados en Ecuador (la afirmación es basada en la búsqueda de estudios similares y que no se consiguieron) mostrando la estructura de capital de las pymes que se desarrollan en el mercado de valores lo cual se utilizó para poder referenciar a los determinantes financieros que inciden en el endeudamiento de estas. Adicional, la encuesta de opinión también es un trabajo que aporta a la sociedad ya que permite conocer como estas empresas que ya han ingresado al mercado de valores perciben o percibieron el proceso, el conocimiento y el desarrollo para poder ingresar al mismo.

En conclusión, el trabajo es de utilidad para las partes institucionales del gobierno y los entes reguladores del mercado de valores, ya que son los que influencia en la creación de políticas, en la difusión del mercado y en su regulación. Pueden considerar la investigación como un marco referencial para impulsar la adhesión de nuevas pymes al mercado de valores y que estas puedan crecer y encontrar nuevas fuentes de financiamiento más allá del tradicional que es por medio de la banca.

REFERENCIAS

- Agrawal, A., & Nagarajan, N. (1990). *Corporate capital structure, agency cost, and ownership control : The case of all-equity firms*. 45(4), 1325-1331.
- Akerlof, G. (1970). The market for « lemons » : Quality uncertainty and the market mechanism. *Quarter Journal of Economics*, 84(3), 488-500.
- Alibhai, S., Bell, S., & Conner, G. (2017). *Whats Happening in the Missing Middle ?* Recuperado de <http://documents.worldbank.org/curated/en/707491490878394680/pdf/113906-WhatsHappeningintheMissingMiddleLessonsinSMEFinancing-29-3-2017-14-20-24.pdf>
- Antoniou, A., Guney, Y., & Paudyal, K. (2008). The Determinants of Capital Structure: Capital Market oriented versus Bank Oriented Institutions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 43(1), 59-92.
- Bala Subrahmanya, M. H. (2009). Nature and strategy of product innovations in SMEs: A case study-based comparative perspective of Japan and India. *Innovation*, 11(1), 104-113. <https://doi.org/10.5172/impp.453.11.1.104>
- Barclay, M. J., & Smith, C. W. (1996). On Financial Architecture: Leverage, Maturity and Priority. *Journal of applied Corporate Finance*, 8(4), 4-17.
- Baskin, J. (1989). An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*, 1(1), 26-35.

- Brealy, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance* (Tenth). New York: McGraw Hill.
- Briozzo, A., & Vigier, H. (2006). La estructura de financiamiento PYME una revisión del pasado y presente.
- Carballo Veiga, J. P. (2011). *La estructura de capital: Cómo financiar la empresa*. Madrid: ESIC.
- Chakraborty, I. (2010). Capital Structure in an Emerging Stock Market: The Case of India. *Research in International Business and Finance*, 24(3), 295-314.
- Chen, L.-J., & Chen, S.-Y. (s. f.). *How the Pecking-Order Theory Explain Capital Structure*. 9.
- Cornejo Díaz., & Helbert, R. (2016). Estructura de capital en mercados emergentes. Velocidad de ajuste de la estructura de capital en las empresas peruanas cotizadas en bolsa (Doctoral dissertation, Universitat Ramon Llull).
- DeAngelo, H., & Masulis, R. W. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of Financial Economics*, 8, 3-29.
- Deloitte Spain. (2019). ¿Qué es el Gobierno Corporativo? Recuperado 19 de agosto de 2019, de Deloitte Spain website: <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/governance-risk-and-compliance/articles/que-es-el-gobierno-corporativo.html>
- Donaldson, G. (1961). *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*.
- Fama, E., & French, K. (2002). Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *15, 01*, 1-33.
- Fischer, E. O., Heinkel, R., & Zechner, J. (1989). Dynamic Capital Structure Choice : Theory and Tests. *The Journal of Finance*, 44(1), 19-40. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1989.tb02402.x>
- Franco, G., López Martínez, L., & Muñoz, G. (2010). Determinantes de la estructura de capital de las grandes empresas manufactureras en Uruguay 1 2. *Quantum*, 1, 4-25.
- García Herrero, A., Santillán Fraile, J., Gallego Herrero, S., Cuadro Sáez, L., & Egea, C. (2003). Latin American Financial Development in Perspective. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.392700>
- Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2005). The Capital Structure of Swiss Companies : An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. *European Financial Management*, 11(1), 51-69. <https://doi.org/10.1111/j.1354-7798.2005.00275.x>
- Gómez Jacinto, G. (2014, octubre). *Factores Determinantes de la Estructura de Capital: Evidencia del Mercado de Valores Peruano*. Presentado en Congreso Internacional de Contaduría, Administración e Informática, México. <https://doi.org/10.13140/2.1.3087.6481>

- Graham, J. R., & Leary, M. T. (2011). A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future. *Annual Review of Financial Economics*, 3(1), 309-345. <https://doi.org/10.1146/annurev-financial-102710-144821>
- Grossman, S. J., & Hart, O. D. (1983). An Analysis of the Principal-Agent Problem. *Econometrica*, 51(1), 7. <https://doi.org/10.2307/1912246>
- Hernández Carmen, G., & Ríos Bolívar, H. (2013). Estructura financiera óptima, en la industria de los alimentos, que cotiza en la Bolsa Mexicana de Valores. *EconoQuantum*, 10(2), 77. <https://doi.org/10.18381/eq.v10i2.163>
- Hernández Sampieri, R., Baptista Lucio, P., & Fernández Collado, C. (2014). *Metodología de la investigación*. México [etc.: McGraw-Hill Interamericana.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- Kakani, R. K., & Reddy, V. N. N. (1998). Econometric Analysis of the Capital Structure Determinants. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.957087>
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922. <https://doi.org/10.2307/2978343>
- Lafuente, C., & Marin, A. (2008). Metodología de la investigación en las ciencias sociales: Fases, Fuente y Selección de Técnicas. *Revista EAN*, 64, 5-18.
- Levine, R., Loayza, N., & Beck, T. (2000). Financial intermediation and growth : Causality and causes. *Journal of Monetary Economics*, 47.
- López Lozano, S. (2015). *Determinantes de acceso al segundo mercado para las pymes del subsector de confección de prendas de vestir excepto prendas de piel en Bogotá*. 60.
- Lovera López, M. V., Apaza, P., David, E., & Palomino Palomino, H. (2017). Factores críticos de éxito para el acceso de la mediana empresa al mercado alternativo de valores.
- Mazur, K. (2007). The Determinants of Capital Structure Choice: Evidence from Polish Companies. *International Advances in Economic Research*, 13(4), 495-514.
- Menéndez Requejo, S. (2001). Estructura de capital de la empresa española ante problemas de riesgo moral y selección adversa. *Cuadernos de Economía y Dirección de la Empresa*, 10, 485-500.
- Miguel, A., & Pindado, J. (2001). Determinants of capital structure: New evidence from Spanish panel data. *Journal of Corporate Finance*, 7(1), 77-99. [https://doi.org/10.1016/S0929-1199\(00\)00020-1](https://doi.org/10.1016/S0929-1199(00)00020-1)
- Mishkin, F. S. (2008). How should we respond to asset price bubbles?. *Financial Stability Review*, 12, 65-74.

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 3(43), 261-297.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 3(53), 433-443.
- Myers, S. C. (1983). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575–592.
- Myers, S. C. (2003). Chapter 4—Financing of Corporations. En G. M. Constantinides, M. Harris, & R. M. Stulz (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (pp. 215-253). [https://doi.org/10.1016/S1574-0102\(03\)01008-2](https://doi.org/10.1016/S1574-0102(03)01008-2)
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have*.
- Navarrete Martínez, E. (2012). *Factores determinantes del comportamiento financiero de las empresas familiares*. 263.
- Padilla Ospina, A. M., Rivera Godoy, J. A., & Ospina Holguín, J. H. (2015). Determinantes de la estructura de capital de las Mipymes del sector real participantes del premio innova. *Revista Finanzas y Política Económica*, 359-380. <https://doi.org/10.14718/revfinanzpolitecon.2015.7.2.8>
- Quecedo Lecanda, R., & Castaño Garrido, C. (2002). Introducción a la metodología de investigación cualitativa. *Revista de Psico didáctica*, 14, 5-39. Recuperado de <http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=17501402>
- Rajan, R. G., & Zingales, L. (s. f.). *Wat do we know about capital structure ? Some evidence from international data*. 54.
- Remmers, L., Stonehill, A., Wright, R., & Beekhuisen, T. (1974). Industrie and Size Debt Ratio Determinants in Manufacturing Internationally. *Financial Management (Summer)*, 24-32.
- Rivera Godoy, J. A. (2002). *Teoría sobre la estructura de capital*. 18(84), 31-59. Recuperado de http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0123-59232002000300002&lng=en&nrm=iso
- Rivera, E. D., & Gracia, J. L. (2014). *La estructura de capital y sus factores determinantes en las empresas industriales cotizadas de la comunidad andina de naciones (CAN) y españolas: Evidencia empresas peruanas, ecuatorianas, bolivianas y españolas 2008 – 2014*. 21.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23. <https://doi.org/10.2307/3003485>
- Salawu, R. O., & Agboola, A. A. (2008). *The Determinants of Capital Structure of Large Non- Financial Listed Firms in Nigeria*. 2(2), 63-84.

- Serghiescu, L., & Văidean, V.-L. (2014). Determinant Factors of the Capital Structure of a Firm- an Empirical Analysis. *Procedia Economics and Finance*, 15, 1447-1457. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(14\)00610-8](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(14)00610-8)
- Tejos, F. J. V., & Fernández, P. L. (2018). *Determinantes de la estructura de capital en empresas iberoamericanas*. 28.
- Thies, C. F., & Klock, M. S. (1992). Determinants of Capital Structure. *Review of Financial Economics*, 1(2), 40-52. <https://doi.org/10.1002/j.1873-5924.1992.tb00548.x>
- Tirados, R. M. G., & Rojas, S. M. (2011). Evolución de las empresas industriales españolas en la primera década del siglo XXI. *Economía industrial*, (380), 23-32.
- Titman, S., & Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb02585.x>
- Valdés Días de Villegas, J. A., & Sánchez Soto, G. A. (2012, diciembre 14). Las MIPYMES en el contexto mundial: Sus particularidades en México. *Revista de Ciencias Sociales de la Universidad Iberoamericana*, VII (14), 126-156. Recuperado de <http://www.redalyc.org/pdf/2110/211026873005.pdf>
- Vera-Colina, M. A., Melgarejo-Molina, Z. A., & Mora-Riapira, E. H. (2014). Acceso a la financiación en Pymes colombianas: Una mirada desde sus indicadores financieros. *Innovar*, 24(53), 149-160. <https://doi.org/10.15446/innovar.v24n53.43922>
- Wiwattanakantang, Y. (1999). An empirical study on the determinants of the capital structure of Thai firms. *Pacific-Basin Finance Journal*, 7, 371-403.
- Zevallos Vallejos, E. G. (2007). *Restricciones del entorno a la competitividad empresarial de América Latina*. FUNDES.