



Desempeño Financiero y Estructura de capital óptima en las empresas mexicanas cotizadas

Financial Performance and Optimum Capital Structure in listed Mexican companies

Fabio Enrique Gómez Meneses*

Resumen: La forma como una empresa obtiene los recursos necesarios para llevar a cabo su operación, es una decisión que puede resultar de gran trascendencia en el desarrollo de una compañía. El financiarse mayoritariamente con capital propio o hacerlo mediante deuda, puede llegar a tener efectos e implicaciones en el desempeño financiero, por lo tanto, la administración de una empresa debe buscar la mejor estructura de capital posible, maximizando así los resultados financieros obtenidos. En el contexto de este trabajo se revisaron y analizaron los principales conceptos y teorías existentes sobre estructura de capital, posteriormente se llevó a cabo un análisis sobre una muestra de 88 empresas mexicanas cotizadas, determinando la estructura de capital usada y los efectos de dicha estructura en el desempeño financiero, para finalmente realizar algunos aportes teóricos respecto a una estructura óptima de capital.

Palabras clave: Estructura de capital, deuda, patrimonio, resultados financieros.

Abstract: The way a company obtains the necessary resources to carry out its operation, is a decision that can be of great importance in the development of a company. Financing mostly with own capital or doing it through debt, can have effects and implications in financial performance, therefore, the management of a company must seek the best possible capital structure, thus maximizing the financial results obtained. In the context of this work, the main concepts and existing theories on capital structure were reviewed and analyzed. An analysis was then carried out on a sample of 88 listed Mexican companies, determining the capital structure used and the effects of such structure on financial performance, to finally make some theoretical contributions regarding an optimal capital structure.

Keywords: Capital structure, debt, equity, returns.

* Ph.D. y Máster en Contabilidad y Finanzas de la Universidad de Zaragoza (España). Contador Público de la Universidad Autónoma de Bucaramanga. Profesor titular de la Universidad de Monterrey.
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-7234-6639> - fabio.gomez@udem.edu

Artículo de investigación científica y tecnológica. Sección: Contabilidad financiera, finanzas y sistemas contables

Recibido: 05/03/2019 Aceptado: 15/05/2019 JEL: G32

Licensed under a:



Citación: Gómez, F. E. (2019). Desempeño Financiero y Estructura de capital óptima en las empresas mexicanas cotizadas. *Revista Colombiana de Contabilidad*, 7(13), 33-61.

Introducción

Las organizaciones empresariales están en la búsqueda permanente de obtener mejores resultados financieros, que tanto su utilidad operacional como su utilidad neta aumenten en la mayor proporción posible, sin sacrificar la estabilidad de la compañía en el mediano y largo plazo.

El lograr este objetivo implica el manejo de múltiples variables (financieras, económicas, sociales, etc), tarea que resulta muy compleja en empresas de gran tamaño, como son aquellas que cotizan en los mercados de valores. Dentro de esta amplia gama de variables que afectan en mayor o menor proporción a las cifras de utilidad de una empresa, en ocasiones pasa desapercibida la estructura de capital.

Este concepto se viene analizando desde hace ya varias décadas, inicialmente con los trabajos de Modigliani y Miller a lo largo de los años 50 (Modigliani y Miller, 1958). De acuerdo a García, García y Domengue (2011), la estructura de capital se refiere a la fuente de financiación que está utilizando una empresa para poder llevar a cabo sus actividades: deuda, capital o una combinación de estas dos opciones en diferentes proporciones.

Este concepto es de vital importancia y tiene, como bien lo plantea Gitman (2007), significativas implicaciones en la toma de decisiones de tipo financiero. Cada tipo de financiamiento tiene un costo implícito y estos costos terminarán afectando la cifra de utilidades de la empresa, lo cual en el mediano y largo plazo puede significar el éxito o fracaso de una organización. En este sentido, en el contexto de este trabajo se busca dar cumplimiento a tres objetivos claramente identificados:

- Identificar la estructura de capital existente en las empresas mexicanas que cotizan en la Bolsa de Valores de México, determinando cuál es su principal fuente de financiación, si la emisión de capital o el financiamiento por deuda.
- Establecer la relación existente entre la estructura de capital de las empresas cotizadas mexicanas y los resultados financieros que estas obtienen.
- Aportar teóricamente a la discusión existente sobre una posible estructura óptima de capital en las empresas cotizadas mexicanas.

El cumplimiento de estos tres objetivos permitirá visualizar el panorama general de cómo se están financiando las empresas mexicanas que cotizan en la bolsa de valores, también establecer si una determinada estructura de capital más orientada al financiamiento con deuda o a la financiación con emisión de capital, tiene algún impacto positivo o negativo sobre la cifra de utilidad operacional y de utilidad neta en las compañías analizadas y, finalmente, aportar elementos de análisis adicionales a la discusión existente sobre la posible estructura óptima de capital en una empresa.

I. El Concepto de estructura de capital

La estructura de capital es un concepto de gran relevancia en las empresas desde hace ya varios lustros, este concepto comenzó a incluirse profusamente en la literatura financiera con los trabajos de Modigliani y Miller (1958, 1963) y, en años más recientes, con trabajos como los de Titman y Tsyplakov (2005).

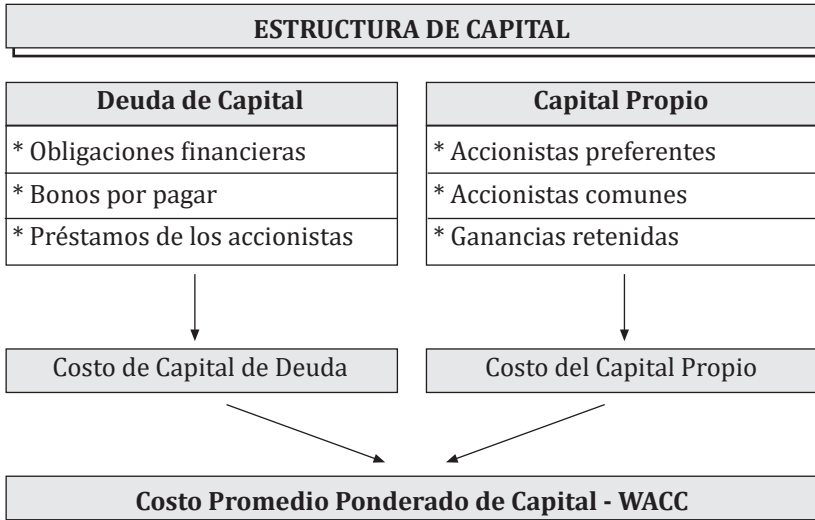
Los recursos que una empresa necesita para operar, pueden tener su origen en dos componentes, el capital propio y el capital de deuda. El primero de ellos hace referencia a los aportes realizados por los accionistas, los cuales estarán representados en acciones preferentes, el capital aportado en acciones comunes y las ganancias retenidas. En cuanto al segundo componente, este se encuentra conformado por deudas o pasivos costosos, es decir, aquellos pasivos o deudas con terceros que tienen un costo significativo para las compañías, el ejemplo más claro de esto son las obligaciones financieras. La combinación de estos dos componentes es lo que representa y conforma la estructura de capital de una empresa.

Ahora bien, el acceso a estos recursos no es gratuito, cada uno de estos dos componentes implica un costo para la organización, costo que estará definido entre otras cuestiones, por el nivel de riesgo que tengan que asumir quienes suministran los recursos. Para el caso de los accionistas, quienes proveen el capital propio, es de esperar debido al mayor riesgo que estos asumen, que las compensaciones (rendimientos) sean mayores, a diferencia de quienes facilitan el capital de deuda cuyo riesgo es menor, por lo tanto, sus compensaciones también serán menores.

Este costo combinado de capital propio y capital de deuda, puede ser medido mediante una razón financiera que se conoce con el nombre de Costo Promedio Ponderado de Capital o WACC por sus siglas en inglés (Weighted

Average Cost of Capital). Este indicador se ha convertido en un importante insumo para la gestión que hacen las compañías en la actualidad.

Gráfico 1. Estructura de capital en una organización empresarial



Fuente. Elaboración propia

2. Estructura de capital óptima, teorías existentes.

Antes de describir y profundizar sobre algunas de las teorías sobre estructura de capital óptima más relevantes en las últimas décadas, es importante indicar que cada empresa es un mundo en sí misma, por lo tanto, ninguna de las teorías existentes puede ser aplicada de forma general a todas las compañías o a un sector de la industria en particular, de hecho, desde los primeros postulados planteados por Modigliani y Miller (1958) y, como bien lo indica Azofra y Fernandez (1999), no ha sido posible comprobar o rechazar concluyentemente tales enunciados, lo cual en la actualidad sigue estando vigente.

Partiendo de esta premisa básica, en los últimos 50 años se han desarrollado múltiples modelos o teorías que tienen como fin último, dar algunas luces respecto a cómo debe establecerse la estructura de capital en una empresa. De las diversas teorías que se han propuesto hasta la fecha, se llevará a cabo una revisión de las 5 más relevantes, modelos que hacen una serie de

acercamientos a las variables que más incidencia tienen sobre la estructura de capital óptima en las empresas. Las 5 teorías a las que se hace alusión son:

- Teoría de Trade off – 1973.
- Teoría de la Firma – 1976.
- Teoría del Incentive Signalling – 1977.
- Teoría del Pecking Order – 1984.
- Teoría del Marketing Timing – 2002.

2.1. Teoría del Trade Off - 1973

Este primer modelo fue desarrollado por Kraus y Litzenberger (1973). Los autores de esta teoría plantean que la estructura de capital en cualquier empresa se ve afectada por dos variables: los **ahorros fiscales** que se generan por los intereses de la deuda y los **costos** o penalidades que se puedan llegar a originar por situaciones de quiebra en las organizaciones empresariales.

Cuando las empresas optan por financiarse mediante deuda haciendo uso del sistema financiero, los recursos recibidos tendrán un costo, el cual podrá ser tenido en cuenta para efectos de sus declaraciones de impuestos, es decir, los gastos financieros en que incurren las compañías, pueden descontarse de los impuestos a pagar, con lo cual se está generando un ahorro fiscal que genera un efecto en el valor de la empresa.

En este sentido, algunas empresas pueden decidir financiarse mayoritariamente con deuda, por los ahorros fiscales que tal situación supone, y por los efectos que dichos ahorros tendrán en el valor final de las compañías, efecto que no estaría presente si la empresa opta por financiarse con una emisión de acciones.

El planteamiento anterior respecto a los ahorros fiscales resulta válido, siempre y cuando la empresa sea capaz de cumplir con su obligación, es decir, que la compañía tenga la capacidad suficiente para pagar su deuda, si esto no es así, la empresa se verá abocada a una situación de quiebra, lo cual implica una serie de costos, sanciones o penalidades.

Se trata entonces de obtener significativos ahorros fiscales por financiarse con deuda, sin que esto multiplique significativamente el riesgo de no poder hacer frente a dicha obligación, generando escenarios de quiebra

que necesariamente supondrán una serie de costos. Si el riesgo de quiebra resulta muy alto por un elevado nivel de apalancamiento financiero, la empresa se decidirá por un mayor porcentaje de financiación mediante la emisión de acciones

La aplicación de esta teoría puede ser revisada en trabajos como los de Arredondo, Garza y Salazar (2015), Canarella, Nourayi y Sullivan (2014) y Hackbarth, Hennessy y Leland (2011).

2.2. Teoría de la firma – 1976

Jensen y Meckling (1976) definen en su teoría el concepto y naturaleza de los costos de agencia generados por la existencia de deuda y capital. Los agentes a los cuales se hace alusión son los administradores de las empresas, quienes tienen sus propios objetivos y buscan maximizar su propia utilidad, lo cual lógicamente implica que estos toman decisiones que en muchas ocasiones van en contravía de las expectativas de los accionistas, generándose así conflictos que perjudican los propósitos de la sociedad comercial.

Para solucionar esta problemática, los accionistas suelen pagar incentivos adicionales a los administradores, de tal forma que estos agentes tomen las decisiones apropiadas, tales incentivos que pueden estar representados en sueldos y bonos, es lo que se denomina costo de agencia, los cuales brindan algo de equilibrio a las relaciones con los agentes.

Ahora bien, si se aplican los anteriores conceptos en la definición de una estructura óptima de capital, se trata simplemente de considerar y seleccionar la estructura o distribución de financiamiento entre deuda y capital que logre reducir sus costos de agencia en la mayor proporción posible.

Algunos trabajos que hacen alusión a la aplicación de esta teoría son las investigaciones de Bolton y Scharfstein (1996) y Anderson y Makhija (1999).

2.3. Teoría del Incentive Signalling – 1977

La teoría de las señales de Ross (1977), nació inicialmente para analizar los precios de las acciones en los mercados de valores, pero con el paso del tiempo su aplicación se ha ido extendiendo a aspectos relacionados

con política económica, y también puede ser usada como una metodología válida para decidir sobre una posible estructura óptima de capital en una empresa.

Teniendo en cuenta el marco de información asimétrica en el cual se encuentran las empresas, el autor de esta teoría plantea que cuando los directivos de una compañía toman decisiones de operación, inversión o financiamiento, las decisiones tomadas transmiten una serie de “señales” o “pistas” al mercado sobre el estado general de la empresa, tales señales pueden resultar positivas o negativas.

Si se aplica este concepto a las decisiones que toman las compañías respecto a cuál debe ser su estructura óptima de capital, se podría concluir que cuando una empresa selecciona cierto nivel de financiamiento por deuda y cierto nivel de financiamiento mediante la emisión de acciones, las altas directivas de la compañía están enviando “señales” a otros agentes con los cuales normalmente interactúan; estas “pistas” proporcionan información de cuál es la situación de la empresa en aspectos como por ejemplo, el flujo de efectivo, la solvencia, la sostenibilidad y la solidez.

Algunos de los trabajos que hacen exploraciones respecto a la teoría del Incentive Signalling son Talmor (1981), Tarek (2004) y Markopoulou y Papadopoulos (2009)

2.4. Teoría del Pecking Order – 1984

La teoría de la jerarquía financiera fue desarrollada por Myers y Majluf (1984). La teoría plantea que cuando una empresa está buscando financiamiento para desarrollar sus actividades económicas, siempre seleccionará un tipo de financiamiento de acuerdo a un patrón que responde a la asimetría de la información existente. Este orden de selección es claramente explicado por Frydenberg (2004), quien plantea que toda empresa para financiarse tiene ante sí una serie de posibles opciones:

- El financiamiento interno.
- La deuda.
- La emisión de acciones.

Cuando se habla de financiamiento interno, Frydenberg (2004) se refiere a los recursos que la empresa obtiene por dos vías: el desarrollo de sus actividades y los recursos que obtiene por aportes adicionales realizados por los accionistas ya existentes.

La segunda opción de financiamiento, la deuda, se refiere a recurrir al sistema financiero para obtener los recursos que la empresa pueda necesitar y, finalmente como última opción, la emisión de acciones, que lógicamente implica una redistribución de la propiedad de la empresa.

Teniendo en cuenta la existencia de estas tres opciones, la teoría plantea la existencia de un orden en su selección y este orden es establecido teniendo en cuenta el costo que cada opción de financiación le supone a la empresa; se espera siempre elegir primero la opción que implique el menor costo posible. Lo anterior significa que generalmente siempre se recurrirá primero a los fondos autogenerados, luego a la deuda en el sistema financiero y, por último, a la emisión de acciones.

Múltiples trabajos han revisado la aplicación de la teoría del Pecking Order, dentro de ellos se puede mencionar las investigaciones de Shyam y Myers (1998), Frank y Goyal (2008) y Adedeji (2002).

2.5 Teoría del Marketing Timing – 2002

La última de las teorías a analizar fue planteada por Baker y Wurgler (2002). Esta teoría establece que en toda empresa existe un momento específico y apropiado para financiarse mediante emisión de capital y, según los autores, este momento hace alusión a cuando el costo referido a dicha emisión resulta bajo, si esto no es así, lógicamente será más conveniente seleccionar otro tipo de financiamiento, es decir, la financiación mediante deuda.

Esta teoría es explicada más claramente en el trabajo de Jahanzeb, Rehman, Hafiz, Karami y Ahmadimousabad (2014), quienes plantean que las directivas de una empresa siempre buscarán el financiamiento mediante la emisión de acciones cuando se den una serie de circunstancias o características que impliquen un menor costo de capital y no recurriendo por lo tanto al financiamiento mediante deuda, que aunque generalmente su costo resulta menor, este tipo de financiación está enmarcada por una serie de limitaciones que terminan “asfixiando” a la empresa en el normal desarrollo de sus actividades.

Algunos de los trabajos que ha abordado la aplicación de la teoría del Marketing Timing son los de Alti (2006), Brendea (2012), Rony (2011), De Bie y De han (2007) y Elliott, Koeter-Kant y Warr (2008).

2.6. Análisis sobre las principales teorías existentes para alcanzar la estructura de capital óptima.

Teniendo en cuenta que las teorías descritas anteriormente para alcanzar una estructura de capital óptima no son las únicas y no pueden ser aplicables de forma general a todas las organizaciones empresariales, a continuación se hace un breve análisis en el cual se exponen los problemas existentes más evidentes en cada una de ellas.

Inicialmente, en la teoría de la señalización, uno de los principales problemas que tiene esta teoría, radica en el hecho de que para que su planteamiento sea válido, depende de que la “señal enviada” por la empresa sea cierta, y esa es una cuestión que en el contexto actual de fraudes corporativos y corrupción empresarial a nivel mundial, pareciera que no siempre es así.

En esta teoría se plantea que generalmente los costos que una empresa debe asumir por enviar señales falsas, son superiores a los beneficios que la compañía obtiene por hacer uso de dicha señal, esto supuestamente desestimularía a las compañías para llevar a cabo este tipo de prácticas. Ahora bien, es claro que cuando se emiten señales falsas, los costos que tal acción implica, aunque son perfectamente conocidos por las altas directivas de la empresa, no resultan ser una cuestión relevante, porque quienes realizan este tipo de actuaciones, esperan nunca ser descubiertos y, por lo tanto, esperan que dichos costos nunca se materialicen.

En cuanto a la teoría del Marketing Timing, los autores plantean que la estructura óptima de capital dependerá de si están presentes una serie de características que significan un menor costo de capital, lo cual lógicamente implicará que este sea el tipo de financiamiento preferido por la empresa por encima de la financiación por deuda. Lógicamente si este escenario en particular no es posible o no está presente en el momento en el que se requiera la financiación, la empresa debería obtener los recursos que necesita mediante deuda.

Sobre esta teoría se ciernen dos importantes problemas. El primero hace referencia a si las circunstancias o características a las que se hace alusión, dependen de variables internas o externas a la compañía y que nivel de control tiene la empresa sobre tales variables, de tal forma que realmente pueda seleccionar su estructura óptima de capital.

En cuanto al segundo inconveniente, es importante considerar que las necesidades de financiamiento de una empresa en ocasiones no dan espera, por lo tanto, es probable que la obtención de recursos se pueda requerir en el corto plazo, y tal vez la empresa no pueda o no esté dispuesta a esperar a que se presenten las condiciones relacionadas con un menor costo de capital para financiarse de esta manera. En esta teoría la planeación del financiamiento futuro es un factor de vital importancia.

La tercera teoría sujeta a análisis es la teoría del Trade-Off. Esta teoría se centra específicamente en dos variables para explicar el comportamiento de la estructura de capital en una determinada empresa (los ahorros fiscales y los costos subyacentes a situaciones de quiebra). En las complejas organizaciones actuales pueden existir muchos otros aspectos que terminan influyendo en la decisión que tome una compañía respecto de su estructura de capital, por ejemplo, las negociaciones que la empresa establezca con la gran diversidad de agentes con los cuales interactúa en el desarrollo de sus actividades o el estado de la economía (recesión o crecimiento económico) existente en el país donde la empresa opera.

En cuanto a la cuarta teoría a analizar, la teoría del Pecking Order, la lógica de esta teoría es indiscutible, teniendo en cuenta el comportamiento que generalmente se ve en las organizaciones empresariales, ahora bien, la cuestión radica en que no siempre el costo de la financiación interna será menor que el costo de la financiación por deuda, ni tampoco, que el costo de financiarse con deuda será siempre menor que financiarse mediante la emisión de capital.

En este sentido, el orden o jerarquía de selección planteada en la teoría, es decir, primero financiación interna, luego financiación por deuda y, por último, emisión de capital, no necesariamente tiene por qué cumplirse en todas las compañías y mercados donde dicha teoría fuera aplicada.

Finalmente, al término de este breve análisis se dispone de una teoría, la Teoría de la firma (Costos de Agencia). Si bien es cierto que existe la posibilidad de que los objetivos e intereses particulares de los agentes y accionistas puedan llegar a coincidir, la realidad es que en la mayoría de las ocasiones esto no será así, por lo tanto, la empresa deberá buscar un equilibrio en las negociaciones que lleve a cabo, estabilidad que le signifique el menor costo posible, tanto para el financiamiento con deuda como para el financiamiento con emisión de acciones, de tal manera que llegue a una estructura óptima de capital.

En este modelo, la proporción de financiamiento con deuda y la proporción de financiamiento con emisión de acciones, estarán en función de la opción que logre minimizar en la mayor proporción posible los costos de agencia, sopesando siempre los intereses que cada uno de los agentes tiene y los intereses y objetivos particulares que la empresa espera.

3. Revisión de literatura sobre estructura de capital en las organizaciones empresariales

El estudio de la estructura de capital en las compañías, ha cobrado gran relevancia en los últimos años en la literatura científica, estas investigaciones generalmente suelen estar enfocadas en alguna de las cinco siguientes vertientes:

- Revisiones teóricas sobre el concepto y teorías acerca de la estructura de capital.
- La caracterización de la estructura de capital en las compañías.
- La búsqueda de determinantes de la estructura de capital en las empresas.
- La búsqueda de una óptima estructura de capital para las organizaciones empresariales.
- Las relaciones existentes entre la estructura de capital y el desempeño de las empresas.

3.1. Revisiones teóricas sobre el concepto y teorías acerca de la estructura de capital.

En este primer tipo de investigaciones acerca de estructura de capital, se llevan a cabo revisiones de la literatura existente al respecto, describiendo y analizando las diferentes teorías y aproximaciones sobre esta temática. Dentro de los múltiples trabajos existentes sobre el particular, se pueden mencionar los de Mejía (2013), Jahanzeb, Rehman, Hafiz, Karami y Ahmadimousabad (2014) y Ramirez y Palacín (2018).

En el primero de los documentos en cuestión, se hace una revisión de la literatura contemporánea acerca de la temática de estructura de capital en las organizaciones empresariales, se trata de una profunda revisión sobre múltiples estudios empíricos y teóricos abordando cuestiones como las variables que comúnmente han sido vinculadas con la estructura de capital y las tradicionales y nuevas teorías que se han desarrollado al respecto.

Respecto al segundo de los trabajos mencionados, en él se hace una revisión sobre el papel que tienen en la toma de decisiones en las organizaciones empresariales, tres de las teorías más importantes sobre estructura de capital, la teoría del Trade Off, la teoría del Pecking Order y la teoría del Market Timing.

En la tercera y última de las investigaciones reseñadas, los autores realizan un resumen de las teorías más relevantes acerca de la estructura de capital en las empresas mediante un recorrido histórico hasta nuestra época actual.

3.2. La caracterización de la estructura de capital en las compañías.

Respecto a la segunda de las orientaciones seguidas en las investigaciones, su objetivo se centra en realizar una caracterización de la estructura de capital en una determinada masa de empresas, es decir, se busca determinar cuál es el tipo de financiamiento preferido por las compañías, recursos propios o deuda. Como ejemplo de lo anterior se mencionan los trabajos de Cassar y Holmes (2003) y Mejía (2015).

La primera de estas investigaciones desarrollaba varios objetivos, pero uno de los principales correspondía a la caracterización de la estructura de capital y el uso de financiamiento en las pequeñas y medianas empresas australianas. Los estudios fueron realizados sobre una muestra inicial de 13.000 unidades comerciales, tomando como ventana de análisis desde 1995 a 1998. Los resultados obtenidos en este trabajo respaldan los argumentos estáticos de equilibrio que han sido propuestos en diversos modelos teóricos.

En cuanto al segundo estudio, se realizó un análisis sobre empresas del sector automotriz en Colombia respecto a su estructura de capital. La investigación fue realizada sobre 309 compañías con información financiera desde el año 1999 al año 2005. Dentro de los resultados más relevantes de este trabajo es importante destacar, que las empresas analizadas no tienen una preferencia específica entre la financiación con recursos propios y el financiamiento por endeudamiento financiero.

3.3. La búsqueda de determinantes de la estructura de capital en las empresas.

En este tercer enfoque de investigación, se trata de determinar si la estructura de capital que una empresa posee, tiene su origen en alguna o

algunas variables en particular. Sobre este foco de investigación podemos mencionar los trabajos de García, García y Domenge (2012) y Pettenuzzo, Marques y Rosa (2018).

En el primer trabajo mencionado se analizaron empresas familiares pequeñas y medianas de México. Para la realización de este estudio se tomó una muestra de 240 compañías, en las cuales se evidenció que variables como el tamaño y la antigüedad de la empresa, la formalidad en la planeación administrativa y estratégica, la actitud respecto al control familiar y la edad del director de la compañía, influían en el tipo de financiamiento que se seleccionaba.

En la segunda investigación reseñada se verificaron los determinantes de la estructura de capital en 186 empresas brasileñas durante el periodo 2010-2017. Los principales resultados de este trabajo demostraron que las variables de rentabilidad, riesgo y oportunidades de crecimiento conllevan a un menor endeudamiento, mientras que el tamaño de la organización conduce a un mayor endeudamiento.

3.4. La búsqueda de una óptima estructura de capital para las organizaciones empresariales.

El cuarto enfoque de investigación se centra en el estudio de estructuras óptimas de capital en las empresas. Autores como Taha y Sanusi (2014) han estudiado y analizado este concepto, el cual podría ser definido como el nivel de endeudamiento en el cual se encuentra una empresa, de tal forma que logre disminuir su costo maximizando el valor de la compañía. Existen múltiples estudios que han explorado este concepto de forma empírica: Romano, Tanewski y Smyrnios (2001) y Arredondo, Garza y Salazar (2015).

Para el primero de estos trabajos se analizó una muestra de 5.000 Pymes australianas, sobre las cuales se revisaron los diferentes determinantes que existen para la selección de una estructura de capital. A partir de esta información, los autores desarrollaron un modelo de ecuación estructural de antecedentes de financiamiento de empresas familiares, que pudiera ser de utilidad para la escogencia de una óptima estructura de capital.

En cuanto a la segunda investigación, se analizó la estructura óptima de capital con base en la teoría del Trade-Off entre patrimonio y deuda, con el objetivo de minimizar el costo de capital y maximizar el valor de la empresa. El trabajo fue realizado sobre dos empresas mexicanas del sector industrial

que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores. Los resultados de este trabajo evidenciaron que ninguna de las dos organizaciones tenía una estructura óptima de capital, aunque una de ellas estaba cerca de lograrlo.

3.5. Las relaciones existentes entre la estructura de capital y el desempeño de las empresas.

El quinto y último enfoque de investigación se refiere a analizar las relaciones existentes entre la estructura de capital de las empresas y el desempeño financiero que estas puedan llegar a tener, es decir, se trata de establecer si tener una determinada estructura de capital beneficia o perjudica el desempeño financiero de las compañías. Sobre esta temática se puede hacer alusión a las investigaciones de Gleason, Mathur y Mathur, (2000) y Zeitun y Tian (2007).

En el primero de estos trabajos se hizo un análisis sobre las compañías minoristas europeas respecto a las interrelaciones existentes entre cultura, estructura de capital y rendimientos. El estudio fue realizado sobre una muestra conformada por empresas minoristas de 14 países europeos. Los resultados demostraron que la estructura de capital tiene influencia sobre el rendimiento financiero de las compañías, aunque no de forma exclusiva.

En el segundo de los estudios se analizaba la relación existente entre estructura de capital y desempeño corporativo en 167 empresas jordanas desde el año 1989 hasta el año 2003. Dentro de los múltiples hallazgos plasmados en esta investigación, se resalta la evidencia encontrada respecto a que la estructura de capital tuvo un impacto significativamente negativo en las medidas de desempeño de las empresas.

4. Planteamiento del problema e Hipótesis a contrastar

La obtención de recursos por parte de las compañías para poder operar, implica la exploración y selección de diversas fuentes: la obtención de capitales gracias a su propia operación, la financiación por parte de los accionistas existentes o por nuevos accionistas y el crédito bancario, son algunas de las opciones disponibles para que las empresas obtengan los dineros que requieren. Cada una de estas opciones tiene sus ventajas y desventajas e implican un costo para la propia organización.

En el contexto de este trabajo se indagará sobre los efectos de una determinada estructura de capital sobre los resultados financieros de una serie de compañías, en particular, se revisará dicho efecto en las utilidades operacionales y en las utilidades netas de las empresas seleccionadas para la investigación. Teniendo en cuenta lo anterior, en el desarrollo de esta investigación se pretende dar respuesta a los siguientes tres interrogantes:

- ¿Cuál es la estructura de capital predominante en las empresas mexicanas que cotizan en la Bolsa de Valores de México?
- ¿La estructura de capital predominante en las empresas mexicanas que cotizan en la Bolsa de Valores de México tiene algún efecto sobre los resultados financieros de las compañías?
- ¿El sector económico al cual pertenecen las empresas analizadas, tiene algún efecto o incidencia en la relación existente entre la estructura de capital y su resultado operacional y neto?

Estos tres planteamientos presentados anteriormente generan las siguientes hipótesis de estudio:

H1: Las empresas mexicanas que cotizan en la Bolsa de Valores de México tienen una estructura de capital orientada principalmente al financiamiento mediante deuda.

H2: Existe una relación estadísticamente significativa entre la estructura de capital de las empresas mexicanas cotizadas y sus resultados financieros, expresados en términos de la utilidad operacional y la utilidad neta.

H3: El sector económico al cual pertenecen las empresas analizadas tiene una incidencia en la relación existente entre la estructura de capital y los resultados financieros obtenidos.

Para dar respuesta a estos tres interrogantes y confirmar o refutar lo planteado en las hipótesis establecidas en la investigación, se llevarán a cabo una serie de análisis y mediciones, las cuales serán descritas en el siguiente apartado de este documento.

5. Diseño de la Investigación

De acuerdo al propósito planteado, esta investigación es de carácter correlacional, porque se busca determinar y analizar la existencia de una relación entre la estructura de capital que una compañía posea con sus respectivos resultados financieros, específicamente, en lo que hace referencia a la utilidad neta y la utilidad operacional. Teniendo en cuenta lo anterior, en los siguientes párrafos se indicará la base de datos que fue utilizada y se describirán las mediciones realizadas para contrastar las hipótesis planteadas en el estudio.

5.1. Base de datos

La población que inicialmente fue consultada corresponde a las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de México. Teniendo en cuenta la información que se requería respecto a la estructura de capital y de los resultados financieros de estas compañías, se llevó a cabo una depuración de los datos, quedando seleccionada una muestra conformada por 88 empresas.

La información requerida para estas 88 empresas fue extraída principalmente de los Estados Financieros, en particular, tres de ellos: El Estado de Situación Financiera, El Estado de Resultados y las Notas a los Estados Financieros. Estos informes fueron obtenidos de los sitios web de cada empresa o, en algunas ocasiones, del sitio web de la Bolsa de Valores de México. De los estados financieros reseñados se extrajo información respecto a 5 variables:

- Pasivos Costosos
- Capital
- Total de Estructura de Capital
- Utilidad Operacional
- Utilidad Neta

También es importante indicar que todas las empresas que conforman la muestra objeto de análisis fueron clasificadas de acuerdo al sector de la economía en el cual desarrollan sus actividades. Concretamente las compañías fueron organizadas en tres sectores: industrial, comercial y de servicios.

5.2. Mediciones y Análisis

Inicialmente se determinó para cada una de las 88 empresas analizadas, el total de pasivos costosos y el total de capital existente, calculando los porcentajes de participación respectivos en la estructura de capital de cada organización. Este primer análisis permitió establecer qué tipo de financiación primaba más en cada empresa. Con esta información se podía concluir el tipo de estructura de capital preferida por las empresas cotizadas de México.

En una segunda medición, se tomaron las variables de utilidad operacional y de utilidad neta en cada una de las 88 empresas objeto de estudio, buscando establecer, si el tener una estructura de capital en particular, con mayor proporción de financiación con capital o con mayor proporción de financiación por deuda, afectaba de alguna manera la utilidad operacional y la utilidad neta de las compañías seleccionadas.

Para esta segunda medición los datos fueron organizados en el programa SPSS versión 21. Antes de realizar este análisis inicial, se verificó la normalidad de los datos de las variables utilizadas, de tal manera que de acuerdo al cumplimiento o no de este criterio, se podía seleccionar con mayor certeza la técnica más adecuada a utilizar.

Los resultados obtenidos permitirán determinar si el contar con una determinada estructura de capital condiciona la utilidad operacional y la utilidad neta que una compañía pueda llegar a tener o, si por el contrario, esta variable carece de importancia y relevancia al respecto.

Una vez hecho lo anterior, se llevó a cabo una tercera medición que buscaba comprobar la existencia o no de una relación significativa entre la estructura de capital y las variables de utilidad operacional y de utilidad neta, teniendo en cuenta el sector de la economía al cual pertenecían las compañías analizadas. Específicamente se buscaba verificar si el pertenecer a uno u otro sector económico, tenía alguna incidencia en la relación estudiada. Finalmente, con todos los resultados obtenidos, se plantea un último apartado en el cual se plantean una serie de discusiones y aportes adicionales sobre la posible estructura óptima de capital que puede llegar a tener una empresa.

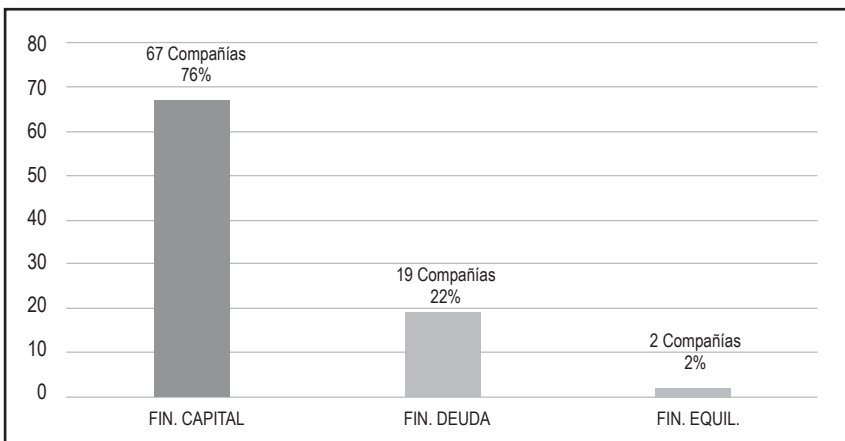
6. Resultados y Discusión

Los resultados que se presentan a continuación están divididos en cuatro secciones. La primera de ellas hace alusión a la caracterización de la estructura de capital en las empresas mexicanas cotizadas. En cuanto a la segunda sección, en ella se analiza la posible relación existente entre estructura de capital y desempeño financiero. Para la tercera parte de los resultados se verifica si el sector económico al cual pertenecen las compañías tiene alguna incidencia o no en el análisis. Finalmente, en la última sección se presentan una serie de ideas y conceptos que buscan complementar la discusión existente sobre estructura óptima de capital.

6.1. Caracterización de la estructura de capital en las empresas mexicanas cotizadas

Los resultados sobre el primer análisis realizado evidencian que el 76% de las empresas cotizadas mexicanas prefieren la financiación mediante capital propio, por encima de la financiación por deuda. En algunas compañías la financiación con capital propio alcanza porcentajes del 90% y 95%. Como contraparte, el 22% de las compañías listadas prefieren la financiación por deuda en lugar de la financiación con capital propio y, finalmente, un 2% de las empresas mantienen un equilibrio entre financiación con capital propio y financiación con deuda. En el siguiente gráfico se puede apreciar más claramente la proporción indicada.

Gráfico 2. Tipo de financiación en las empresas mexicanas cotizadas



Fuente. Elaboración propia

Estos resultados contradicen lo formulado por algunos autores, como Gitman (2007), quien plantea que las empresas latinoamericanas se deciden más frecuentemente por la financiación mediante deuda bancaria y, son los países con mercados de capitales más desarrollados, los que generalmente optan por la financiación mediante la emisión de acciones, situación que según este autor, se ve principalmente en empresas de Estados Unidos.

Más allá de esta contradicción presentada en los párrafos anteriores, es claro según los datos obtenidos, que las empresas mexicanas prefieren en una alta proporción la financiación con capital propio, por lo tanto, se da por rechazada la primera de las hipótesis planteadas, es decir, las empresas mexicanas que cotizan en la Bolsa de Valores de México tienen una estructura de capital que no está orientada al financiamiento mediante deuda.

Este tipo de financiamiento elegido por la mayoría de las empresas analizadas, generalmente implica un costo mayor que financiarse con deuda, con lo cual es de esperar que los resultados financieros de estas compañías se puedan ver afectados.

6.2. Estructura de Capital vs Desempeño Financiero

En cuanto a esta segunda medición, antes de realizar los contrastes de hipótesis respectivos, se debía verificar la normalidad de las variables, esto se llevó a cabo mediante una prueba de normalidad (Kolmogorov - Smirnov). Los resultados de esta prueba indicaron, que tanto para la variable de utilidad operacional como para la variable de utilidad neta en las compañías financiadas mayoritariamente con capital propio, con deuda o con el financiamiento en equilibrio, los datos no cumplen el criterio de normalidad.

Teniendo en cuenta que los datos no tienen una distribución normal, para el contraste de hipótesis se selecciona la técnica de pruebas no paramétricas. Los resultados obtenidos de este test arrojan un valor de 0,597 para la variable de utilidad operacional y 0,015 para la variable de utilidad neta.

Para el caso de la utilidad operacional no hay presente una significancia estadística, es decir, no importa si la empresa se está financiando mayoritariamente con capital propio, con deuda o si la financiación esta en equilibrio, esto en principio no tiene un efecto estadísticamente significativo en la utilidad operacional de las empresas.

Ahora bien, para el caso de la utilidad neta el comportamiento resulta contrario, es decir, el hecho de que una compañía se financie principalmente con capital propio, con deuda, o mantenga una financiación en equilibrio, si tiene un efecto estadísticamente significativo sobre esta segunda variable.

Estos resultados permiten un cumplimiento parcial en la hipótesis inicialmente formulada, pero solo para el caso de la variable de utilidad neta, es decir, existe una relación estadísticamente significativa entre la estructura de capital de las empresas mexicanas cotizadas y sus resultados financieros expresados en términos de la utilidad neta.

6.3. Sector Económico vs Estructura de Capital

Para llevar a cabo esta medición, en la cual se tenía que verificar si existía una relación estadísticamente significativa entre la estructura de capital y las variables de utilidad operacional y de utilidad neta, pero teniendo en cuenta el sector de la economía al cual pertenecían las compañías analizadas (Industrial, Comercial y de Servicios), se verificó inicialmente la normalidad de las variables, resultado que fue negativo, por lo tanto, se procedió a aplicar la técnica de pruebas no paramétricas para K muestras independientes, en particular, la prueba H de Kruskal-Wallis. Los resultados obtenidos fueron los siguientes:

Tabla 1. Teorías sobre la estructura óptima de capital

Sector Industrial			
	Tipo de Financiación	# Casos	Sig.
Utilidad Neta	Capital Propio	37	0,369
	Deuda	8	
	Equilibrio	2	
Utilidad Operacional	Capital Propio	37	0,491
	Deuda	8	
	Equilibrio	2	
Comercial			
	Tipo de Financiación	# Casos	Sig.
Utilidad Neta	Capital Propio	6	0,134
	Deuda	1	

Utilidad Operacional	Capital Propio	6	0,134
	Deuda	1	
Servicios			
	Tipo de Financiación	# Casos	Sig.
Utilidad Neta	Capital Propio	24	0,009
	Deuda	10	
Utilidad Operacional	Capital Propio	24	0,677
	Deuda	10	

Fuente. Elaboración propia

La tabla anterior nos permite observar que para el caso de los sectores industrial y comercial, no hay diferencias estadísticamente significativas respecto al tipo de financiación utilizado en las variables de utilidad neta y utilidad operacional. Ahora bien, en lo que concierne al sector servicios y en concordancia con parte de los resultados de la segunda medición, si existen diferencias estadísticamente significativas respecto al tipo de financiación, en lo que corresponde a la variable de utilidad neta, más no así en la variable de utilidad operacional.

Los resultados presentados y descritos anteriormente nos permiten establecer que la hipótesis inicialmente formulada no se cumple, es decir, el sector económico al cual pertenecen las compañías analizadas no tiene un efecto estadísticamente significativo en el desempeño financiero obtenido, salvo para el caso de la variable de utilidad neta en lo que corresponde al sector servicios.

6.4. Discusión y aportes teóricos sobre la estructura óptima de capital

Para intentar definir una estructura óptima de capital en cualquier empresa, es importante tener en cuenta una serie de premisas o consideraciones que la afectan. En primera instancia, la estructura de capital óptima, desde el punto de vista de la empresa, espera lograr el menor costo de capital posible, pero tanto accionistas como aquellos que suministran los recursos de deuda, esperan la situación contraria. En segundo término, generalmente los recursos entregados por los accionistas tienen un costo superior a los recursos obtenidos mediante deuda, por lo tanto, las empresas buscarán maximizar estos últimos. Finalmente, la estructura de capital es un concepto dinámico que cambia de acuerdo a las particularidades de cada empresa. Weston y Brigham (1970) lo plantean muy claramente, si la compañía

está iniciando, lo más normal es que su estructura de financiamiento este concentrada en recursos de los accionistas. A medida que la empresa va creciendo, comienza a tener acceso a otras fuentes de financiamiento, como por ejemplo, las utilidades retenidas, el crédito comercial y los préstamos bancarios. Una vez en la etapa de madurez, la compañía tiene a su disposición todas las fuentes de financiamiento existentes, para finalmente entrar en una etapa final de declive en la cual se va perdiendo financiamiento, hasta el punto de que la empresa tendrá que liquidarse.

Tabla 2. Ciclo de vida financiero de una compañía

Etapa	Fuente de Financiamiento	Problemas Potenciales
Comienzo	Recursos de los dueños.	Descapitalización
Crecimiento I	Lo anterior, más: Utilidades retenidas, Crédito comercial, Préstamos bancarios y sobregiros, Compra a plazos y Arrendamiento.	Sobre comercialización y Crisis de liquidez
Crecimiento II	Lo anterior, más: Financiamiento de instituciones financieras a mayor plazo.	Brecha de Financiamiento
Crecimiento III	Lo anterior, más: nuevas emisiones al mercado.	Pérdida de Control
Madurez	Todas las fuentes disponibles.	Mantener el Rendimiento sobre la Inversión – ROI
Declinación	Retiro del financiamiento: Empresa adquirida, recompra de acciones.	
Liquidación	No alcanza el Rendimiento sobre la Inversión – ROI.	

Fuente. Tomada de Weston y Brigham (1970)

Teniendo claro el hecho de que los fondos obtenidos mediante deuda generalmente resultan menos costosos que los recursos provistos por los accionistas, teóricamente se podría suponer que las empresas siempre querrán financiarse principalmente mediante deuda, siempre y cuando puedan acceder a los recursos que provee el sistema financiero, y dicho acceso para empresas que se encuentran en una etapa de madurez, puede estar determinado por el **nivel de endeudamiento** que previamente estas tengan.

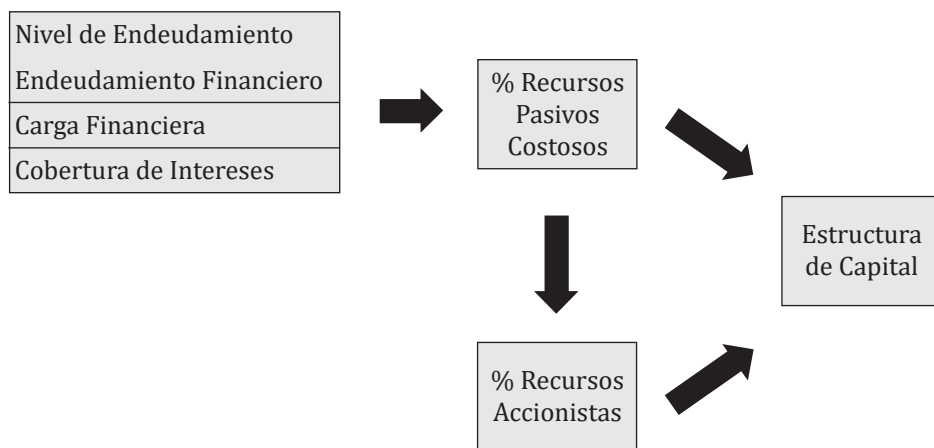
A menor nivel de endeudamiento las empresas tendrán un mayor acceso a los recursos del sistema financiero, no teniendo que recurrir a los recursos provistos por los accionistas. Ahora bien, a mayor deuda financiera mayor la cantidad de intereses que se pagarán, razón por la cual habrá que tener

muy en cuenta no solo el nivel de endeudamiento general de la empresa, si no también el nivel de **endeudamiento financiero**, el **impacto de la carga financiera** y el nivel de **cobertura de intereses** existente.

El manejo inadecuado de estas cuatro variables puede generar serios problemas de liquidez a una compañía que este en busca de la mejor estructura de capital posible, generando incluso situaciones que impliquen la quiebra y desaparición de la empresa.

Lo anterior implica que el nivel de endeudamiento, el nivel de endeudamiento financiero, el impacto de la carga financiera y el nivel de cobertura de los intereses, son variables o indicadores relevantes a tener en cuenta cuando se trata de definir la estructura de capital en una empresa y su comportamiento terminará afectando la cantidad de recursos de deuda obtenidos y la cantidad de recursos provistos por los accionistas.

Gráfico 3. Variables que afectan la financiación por deuda (pasivos costosos)



Fuente. Elaboración propia

Estos cuatro indicadores anteriormente reseñados se intentaron calcular para las 88 empresas que conforman la base de datos, pero no en todas las empresas se contaba con la información necesaria para determinarlos, resultando posible el cálculo en 23 de las compañías analizadas.

Respecto al nivel de endeudamiento, en 9 de las 23 empresas estudiadas, los índices de endeudamiento son elevados, con cifras que oscilan entre el

57% y el 84%, lo cual seguramente les deja poco margen de maniobra para recurrir en el futuro a la financiación mediante deuda, con lo cual se verían abocadas necesariamente a financiarse mediante la emisión de acciones.

Los niveles de endeudamiento en las 14 empresas restantes se encuentran en rangos del 28% al 54%, lo cual implica que estas organizaciones tienen mejores posibilidades de obtener en el futuro financiamiento mediante deuda, evitando así el financiamiento con capital propio que generalmente resulta más costoso.

Ahora bien, respecto al endeudamiento financiero, es importante revisar los datos registrados en el indicador de carga financiera, ya que mediante estos resultados se puede establecer el impacto real que está teniendo la financiación bancaria sobre las ventas que cada una de las compañías está siendo capaz de generar.

Normalmente se espera que el impacto de la carga financiera no supere el 10% de las ventas, con lo cual, si se revisan los datos obtenidos en las 23 compañías estudiadas, tan solo cuatro de estas empresas estarían asumiendo costos muy elevados por el financiamiento obtenido (20%, 22%, 31%, 49%). Las restantes 19 organizaciones mantienen buenos porcentajes en cuanto al comportamiento de este indicador.

7. Conclusiones

Es claro que la mayoría de las empresas analizadas están recurriendo al recurso de financiación que generalmente es el más costoso, el financiamiento con capital propio. Este resultado llama la atención, ya que generalmente es en los mercados de capitales con un mayor grado de desarrollo, en los cuales se presenta este comportamiento, nivel de desarrollo que no es tal en los países de Latinoamérica.

Se pudo establecer que el tipo de financiamiento utilizado por las empresas era estadísticamente significativo en lo que corresponde a la utilidad neta, no así en la utilidad operacional e, igualmente, cuando se analizó la información por sectores (Industrial, Comercial y de Servicios) los datos solo resultaron ser estadísticamente significativos en el sector de servicios para el caso de la utilidad neta.

La información anterior permite concluir, que los efectos que tiene la estructura de capital en el desempeño de las compañías analizadas, no resultan ser del todo relevantes. Esto va en concordancia con lo encontrado por Graham y Leary (2011), autores que hicieron una revisión de literatura en la cual analizaron múltiples artículos que estudiaban empíricamente los efectos de la estructura de capital en el valor de las empresas, efectos que en la mayoría de los casos resultaban ser muy discretos.

Igualmente, a lo largo de este documento fueron reseñadas y analizadas 5 de las teorías más importantes en cuanto a estructura de capital, la teoría del Trade off, la teoría de la Firma, la teoría del Incentive Signalling, la teoría del Pecking Order, y la teoría del Marketing Timing, sobre cada una de ellas se identificaron algunos problemas o inconvenientes en su aplicación. Es claro que ninguna de las 5 teorías reseñadas es aplicable a la totalidad de las empresas de una región o país.

En la determinación de la estructura de capital en una compañía, se llegó a la conclusión de que existen una serie de variables o indicadores relacionados con el endeudamiento que pueden llegar a tener un peso importante respecto a las decisiones de financiamiento que tome una empresa, estos indicadores corresponden al nivel de endeudamiento de la empresa, el nivel de endeudamiento financiero, el impacto de la carga financiera y el nivel de cobertura de intereses, estas variables podrían influir en si la empresa se financia mediante deuda y, en consecuencia, que tanto financiamiento mediante recursos propios debe obtener, si así lo requiere.

Como posibles focos de investigación futuros, sería de gran utilidad indagar en las empresas analizadas, los determinantes por los cuales estas compañías están recurriendo a la financiación mediante capital propio, a pesar que de acuerdo a la extensa teoría financiera existente al respecto, es claro que este recurso es el que resulta más costoso para las organizaciones.

También sería importante revisar lo relacionado con las expectativas de mercado que pueda llegar a tener una empresa y como esto termina afectando la estructura de capital seleccionada. Cuando una compañía se encuentra inmersa en etapas en la cuales tiene serias expectativas de crecimiento en las ventas, generalmente la empresa buscará la mejora y fortalecimiento de la operación, por ejemplo, mediante la adquisición de sistemas, tecnologías y capacitaciones o, si se está hablando de una compañía industrial, mediante la ampliación de la planta de producción.

Lo anterior puede implicar que la administración de la empresa decida financiarse con deuda, porque una positiva expectativa en el comportamiento de las ventas mejoraría los niveles de riesgo, haciendo que este tipo de financiamiento resultará más atractivo que financiarse con acciones. Lógicamente habría que tener en cuenta los niveles de endeudamiento de la empresa para analizar la viabilidad de dicha opción.

De otra parte, si las expectativas del mercado no son buenas y existen indicios de una disminución en el nivel de ventas, la administración de la empresa podría seleccionar una financiación que se enfoque más en el patrimonio, lo anterior, con el lógico interés de proteger a los accionistas de la compañía para que logren obtener rendimientos a pesar de las condiciones descritas.

Las situaciones de mercado que pueda tener una empresa a lo largo de su ciclo de vida, se constituyen como una interesante variable a analizar y evaluar, respecto a la selección de una estructura de capital óptima.

Por último, sería de gran importancia verificar de forma estadística, la influencia que tienen las 4 variables relacionadas con el financiamiento mediante deuda sobre las estructuras de capital que tienen las empresas mexicanas cotizadas.

Referencias

- Abimbola Adedeji, Abimbola. (2002). A Cross-sectional Test of Pecking Order Hypothesis Against Static Trade-off Theory on UK Data. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.302827>
- Anderson, C. W., and Makhija, A. K. (1999). Deregulation, disintermediation, and agency costs of debt: Evidence from Japan. *Journal of Financial Economics*, 51, 309–399. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00054-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00054-3)
- Alti, A. (2006). How Persistent Is the Impact of Timing on Capital Structure?. *Journal of Finance*, 61 (4), 1681 – 1710. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00886.x>
- Arredondo, R.; Garza, E. y Salazar, J. (2015). Estructura óptima de capital: análisis de la teoría del trade-off entre patrimonio y deuda para minimizar el costo de capital (CPPC) y maximizar el valor de la empresa (MARKETCAP). *Revista Vincula Técnica*, 1, 1135-1149.

- Azofra, V. y Fernández A. (1999). Las finanzas empresariales 40 años después de las proposiciones de MM. Teoría y realidades. *Revista Papeles de Economía Española*, 78-79, 122-144.
- Baker, M. y Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *Journal of Finance*, 57 (1), 1 – 32. <https://doi.org/10.2469/dig.v32.n3.1104>
- Bolton, P. y Scharfstein, D. S. (1996). A theory of predation based on agency problems in financial contracting. *The American Economic Review*, 80 (1), 93-106.
- Brendea, G. (2012). Testing the impact of market timing on the Romanian firms capital structure. *Procedia Economics and Finance*, 3, 138-143. [https://doi.org/10.1016/s2212-5671\(12\)00132-3](https://doi.org/10.1016/s2212-5671(12)00132-3)
- Canarella, G., Nourayi, M. y Sullivan, M. (2014). An alternative test of the Trade-off theory of capital structure. *Contemporary Economics*, 8 (4), 365 – 385. <https://doi.org/10.5709/ce.1897-9254.151>
- Cassar, G. y S. Holmes (2003). Capital Structure and financing of SMEs: Australian evidence. *Accounting and Finance*, 43, 123-147.
- De Bie, T., & De Haan, L. (2007). Market timing and capital structure: Evidence for Dutch firms. *De Economist*, 155 (2), 183-206. [10.1007/s10645-007-9054-1](https://doi.org/10.1007/s10645-007-9054-1). <https://doi.org/10.1007/s10645-007-9054-1>
- Elliott, W. B., Koëter-Kant, J., & Warr, R. S. (2008). Market timing and the debt-equity choice. *Journal of Financial Intermediation*, 17 (2), 175-197. <https://doi.org/10.1016/j.jfi.2007.05.002>
- Frank, M. y Goyal, V. (2008). *Trade-off and Pecking Order Theories of Debt*. In B. E. Eckbo (ed.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance* (pp. 1-85). Amsterdam: Elsevier/North-Holland.
- Frydenberg, Stein. (2004). Theory of Capital Structure - a Review. FRIHET OG MANGFOLD, FESTSSKRIFT TIL ODD, G. Arntzen. L. Fallan & O. Gustafsson, eds., Trondheim: Tapir/TØH, Tapir Academic Press, NO-7005 Trondheim, Norway. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=556631>.
- García, J.; García, P. y Domenge, R. (2012). Determinantes de la estructura de capital en la pequeña y mediana empresa familiar en México. *Revista Contaduría y Administración*, 57 (3), 67-96.
- Gitman, Lawrence J. (2007). *Principios de administración financiera*. (Undécima edición), Pearson Educación, México.
- Gleason, K.; Mathur, L. y Mathur, I. (2000). The Interrelationship between Culture, Capital Structure, and Performance: Evidence from European Retailers. *Journal of Business Research*, 50, 185-191.
- Graham, J. R. y Leary, M. T. (2011). A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future. Obtenido el 15 de Mayo del 2018 desde:

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1729388

Hackbarth, D., Hennessy, C. A., Leland, H. E. (2011). Can the Trade-off Theory Explain Debt Structure?. *The Review of Financial Studies*, 20 (5), 1390-1428.

Jahanzeb, A., Rehman, S.; Hafiz, N.; Karami, M. y Ahmadimousaabad, A. (2014). Trade- off Theory, Pecking Order Theory and Market Timing Theory: A Comprehensive Review of Capital Structure Theories. *International Journal of Management and Commerce Innovations*, 1 (1), 11- 18.

Jensen, M. C. y Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4), 305-360.

Kraus, A. y Litzenberger, R. H. (1973). A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, 28 (4), 911 – 922. <https://doi.org/10.2307/2978343>

Markopoulou, M. y Papadopoulos, D. (2009). Capital structure signaling theory: evidence from the greek stock Exchange. *Portuguese Journal of Management Studies*, 14 (3), 217-238.

Mejía, A. (2013). La estructura de capital en la empresa: su estudio contemporáneo. *Revista Finanzas y Política Económica*, 5 (2), 141-160.

Mejía, A. (2015). La estructura de capital en las medianas empresas del departamento de Boyacá, Colombia. *Revista Apuntes del Cenes*, 34 (59), 185-206.

Modigliani, E.F. and Miller, M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *The American Economist*, 48, 261-297.

Modigliani, F. y M.H. Miller (1963). Corporate Income, Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 53, 433-443.

Myers, S. C. y Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13 (2), 187-221. <https://doi.org/10.3386/w1396>

Pettenuzzo, P.; Marques, A. y Rosa, V. (2018). Determinantes de la estructura de capital de empresas brasileñas de capital abierto en periodo de crisis. *Revista Ambiente Contábil*, 2 (10), 364-383.

Ramírez-Herrera, L.M. y Palacín-Sánchez, M.J. (2018). The state of the art regarding the theory of a company's capital structure. *Cuadernos de Economía*, 37 (73), 143-165.

Romano, C.; Tanewski, G. y Smyrnios, P. (2001). Capital structure decisión making: a model for family business. *Journal of Business Venturing*, 16, 285-310.

- Rony, I. (2011). An empirical study on market timing theory of capital structure. *International Research Journal of Business Studies*, 4 (2), 103-119. <https://doi.org/10.21632/irjbs.4.2.103-119>
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive - Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8 (1), 23-40. <https://doi.org/10.2469/dig.v27.n1.2>
- Shyam-Sunder, L. y Myers, S. (1998). Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 51, 219-244.
- Taha, R. y Sanusi, A. (2014). Overview of Capital Structure Theory. *Studies in Business & Economics*, 9 (2), 108 - 116.
- Talmor, E. (1981). Asymmetric Information, Signaling, and Optimal Corporate Financial Decisions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 16 (4), 413-435. <https://doi.org/10.2307/2330363>
- Tarek, E. (2004). Dynamics of financial signaling theory and systematic risk classes in transitional economies: Egyptian economy in perspective. *Journal of Financial Management and Analysis*, 17 (2), 41-59.
- Titman, S. y S. Tsyplakov (2005). A dynamic model of optimal capital structure. Working paper.
- Weston, J., & Brigham, E. (1970). *Managerial Finance - The financial life cycle of the firm*. (3rd. revised edition). Holt, Rinehart & Winston of Canada Ltd.
- Zeitun, R. y Tian, G. (2007). Capital Structure and Corporate Performance: Evidence from Jordan. *Australasian Accounting Business & Finance Journal*, 1 (4), 40 - 61.