

Relación entre endeudamiento y rentabilidad

Relationship between debt and profitability

Hyder Naicipa Rodríguez

hjnaicipa@correo.iue.edu.co

Institución Universitaria de Envigado
Colombia

Beatriz Sauza Ávila

beatriz_sauza@uaeh.edu.mx

ORCID 0000 – 0002 – 7919 - 6792

Universidad Autónoma del Estado de Hidalgo
México

RESUMEN

Partiendo de la premisa de Bajramovic (2017), que establece que el estudio de la estructura de capital en economías en desarrollo y emergentes están lejos de terminar, este trabajo tiene como propósito presentar un acercamiento a los indicadores financieros qué mejor pudieran explicar la relación entre dos variables ya estudiadas: endeudamiento y rentabilidad, bajo los postulados de las teorías de Trade Off y Pecking Order. Esto se hizo a través de un estudio de caso de una empresa mexicana del sector de telecomunicaciones, a través del análisis del comportamiento de diferentes ratios financieros de apalancamiento y rentabilidad a lo largo de 20 años de operación (de 1996 a 2015), además de un análisis de correlación múltiple para identificar los grados de relación. Los resultados muestran que las variables estudiadas responden a los principios de las teorías de estructura de capital dependiendo del ratio financiero, aunque hay otros que no muestran relación.

Palabras clave: Estructura de capital, rentabilidad, endeudamiento.

ABSTRACT

Starting from the premise of Bajramovic (2017), which establishes that the study of the capital structure in developing and emerging economies is far from over, this work aims to present an approach to the financial indicators that could best explain the relationship between two variables already studied: debt and profitability, under the postulates of the Trade Off and Pecking Order theories. This was done through a case study of a Mexican company in the telecommunications sector, through the analysis of the behavior of different financial ratios of leverage and profitability over 20 years of operation (from 1996 to 2015), in addition to a multiple correlation analysis to identify the degrees of relationship. The results show that the variables studied respond to the principles of capital structure theories depending on the financial ratio, although there are others that do not show a relationship.

Keywords: Capital structure, profitability, debt.

INTRODUCCIÓN

Siempre ha permanecido la inquietud de qué sería lo mejor para las empresas: mantener márgenes altos o bajos de deuda. Decisión que está íntimamente relacionada con la maximización del valor de la empresa, de ahí que el efecto de la deuda en la rentabilidad se considere como un factor determinante para la estructura de capital, entendida esta como la proporción de capital propio y de deuda que una empresa utiliza como fuente de recursos.



Teorías como Trade Off y Pecking Order han surgido para intentar explicar los factores que determinan las decisiones de financiamiento de las empresas, las cuales han basado sus supuestos en estudios realizados en países desarrollados, sin embargo estos no corresponden al comportamiento de las empresas en los países en vías de desarrollo y emergentes.

De ahí el interés de estudiar la estructura de capital desde el comportamiento de empresas que operan en países emergentes, como México, en concordancia con lo establecido por Bajramovic (2017), el estudio de la estructura de capital en economías en desarrollo y emergentes están lejos de terminar. Por lo que este análisis, como parte inicial de uno mayor, busca lograr un acercamiento para la validación de los indicadores financieros que mejor explican la relación entre la rentabilidad y endeudamiento a partir de un estudio de caso de una empresa mexicana del sector telecomunicaciones.

Desde la perspectiva de las finanzas corporativas, la composición del capital entre deuda y recursos propios se considera un tema controvertido, porque han pasado casi sesenta años desde que Modigliani y Miller (1958) afirmaron que la estructura de capital no afecta el valor de las empresas en mercados perfectos y hasta la fecha todavía no hay una teoría única sobre la estructura del capital, ni el consenso sobre sus determinantes (Bajramovic, 2017), lo que ha llevado a estudiar las condiciones en las que la estructura de capital importa e influye en el valor de la empresa.

Al respecto, se han desarrollado varias teorías en un intento por explicar cómo las empresas eligen su estructura de capital y, al mismo tiempo, se han realizado muchos estudios para probar sus



suposiciones; entre las teorías más probadas en la investigación empírica son la Trade Off y la Pecking Order.

Respecto a la rentabilidad, la teoría del Trade Off establece que ésta tendrá un efecto positivo en el apalancamiento. Las empresas más rentables deben proteger sus ganancias de los impuestos para que tengan un mayor apalancamiento. La teoría de Pecking Order, por otro lado, sugiere que las empresas más rentables tendrán menos deuda, ya que tienen más fuentes internas de financiamiento.

Las grandes empresas, según la teoría Trade Off, tienen menos probabilidades de experimentar dificultades financieras, sus flujos de efectivo son más estables y muestran menos volatilidad en los ingresos, por lo que pueden obtener tasas de interés más bajas gracias a su tamaño, así que eso podría llevar a un mayor endeudamiento. Para estas empresas, según los supuestos de Pecking Order, hay menos asimetría de la información, por lo que se espera que tengan menos deuda.

La teoría Trade Off establece que existe una estructura de capital óptima, como un punto medio entre las ventajas (fiscales y no fiscales) de la deuda y el costo de capital. Frank (2008, en Mejía, 2013, p. 144) establece que la velocidad de ajuste a este óptimo depende de las condiciones propias de cada empresa. Esta teoría sugiere que las empresas se adaptan a un nivel de endeudamiento óptimo que está determinado por un trade off entre los costos y los beneficios del endeudamiento, es decir, el nivel de endeudamiento depende de un equilibrio óptimo entre las ventajas tributarias de la deuda y las desventajas derivadas del incremento de la posibilidad de quiebra. Cuando se alcanza la combinación óptima entre deuda y recursos propios, las empresas maximizan su valor y no tienen incentivos para aumentar su deuda, pues una unidad monetaria adicional en el endeudamiento supone una pérdida marginal neta de ese valor. Por ende, esta teoría defiende la existencia de una estructura



de capital óptima en la empresa, al considerar que tal estructura define el valor de la firma (Mondragón, 2011, p. 171).

Al respecto, la mayor parte del trabajo empírico se ha centrado en identificar los determinantes potenciales de la estructura de capital de las empresas y demostrar de esa manera la validez de estas teorías. Sin embargo, esos determinantes han sido bien explorados en las economías desarrolladas, pero el trabajo sobre los determinantes de la estructura del capital en las economías en desarrollo y emergentes están lejos de terminar (Bajramovic, 2017).

En los últimos diez años se han realizado estudios sobre la estructura del capital de las economías de transición europeas y latinoamericanas, centradas principalmente en los países de Europa central y oriental (Nivorozhkin, 2005; DeHaas y Peeters, 2006; Delcours, 2007; Joeveer, 2013), en países de los Balcanes Occidentales y en la antigua Federación Yugoslava (Crnigoj y Mramor, 2009; Pepur, Curak y Poposki, 2016; Sarlija y Harc, 2016; Stancic, Jankovic y Cupic, 2016; Malinic, Dencic-Mihajlov y Ljubenovic, 2013), así como en México y América del Sur (Gutiérrez, Morán, Posas, 2018; Gaytán, Vázquez y Ponce, 2012; Cueva, Rojas y Armas, 2016; González, Zinno y Barberi, 2018; Ravelo, Rodríguez, Mantilla, 2017; Vera y Torres, 2015; Rubino, 2017).

Los resultados muestran que el tipo de industria, volatilidad, activos fijos, protección fiscal sin deuda, tamaño, rentabilidad, tangibilidad y crecimiento son determinantes significativos de la estructura de capital.

Hay muchos menos estudios que analizan los efectos de diferentes determinantes en el apalancamiento de las empresas en las economías en transición. De Haas y Peeters (2006) analizaron



firmas en Europa Central y del Este; Mateus y Terra (2006) se enfocaron en siete países de Europa del Este; Nivorozhkin (2005) analizó datos de Bulgaria, República Checa, Estonia, Polonia y Rumania; Delcours (2007) para República Checa, Polonia, Rusia y República Eslovaca; Joeveer (2013) para Bulgaria, República Checa, Estonia, Hungría, Letonia, Lituania, Polonia, Rumania y Eslovaquia; Gutiérrez, Morán, Posas (2018), Cueva, Rojas y Armas (2016) en Ecuador; Gaytán, Vázquez y Ponce (2010) en México; González, Zinno y Barberi (2018) y Rubino (2017) en Argentina; Ravelo, Rodríguez, Mantilla (2017), Vera y Torres (2015) en Colombia.

Estos estudios cubrieron períodos de tres a siete años y los resultados mostraron la importancia de la rentabilidad, la tangibilidad, el tamaño, la protección fiscal sin deuda y el crecimiento en el apalancamiento de las empresas; asimismo estos estudios han llegado a la conclusión de que la rentabilidad está relacionada negativamente con el apalancamiento, es decir, las empresas más rentables en las economías en transición tienen menos niveles de endeudamiento.

Así que los estudios en países con economías emergentes son un tanto diferentes comparadas con aquellas de las economías desarrolladas. A diferencia de las empresas de países desarrollados, el endeudamiento en países emergentes tiene un efecto negativo en la rentabilidad, lo que hace suponer que la estructura de capital en economías emergentes responde a la teoría del Pecking Order.

Bajo este contexto, en donde se muestra que la rentabilidad tiene relación (tanto negativa como positiva) en la estructura de capital, dependiendo del país de operación de la empresa: desarrollado o emergente, el presente estudio tiene como principal propósito validar, a través de un estudio de caso, el uso de ciertos indicadores financieros de rentabilidad y apalancamiento que permitan identificar,



en un estudio más grande, el impacto del apalancamiento en la rentabilidad de las empresas en un país emergente como México.

METODOLOGÍA

La fuente de datos para este estudio fueron los estados financieros (balance y estado de resultados) de 1996 a 2015, obtenidos de la base de datos Economática. La empresa en estudio pertenece al sector de telecomunicaciones, de origen y operación en México y con gran influencia en el mercado en el país.

En los estudios disponibles, los efectos de diferentes determinantes en la estructura de capital de la empresa se presentan a través de su efecto en el apalancamiento. Ese enfoque es el que se utilizó en el presente trabajo, a través del modelo de regresión múltiple.

Los estudios revisados para economías en transición utilizaron como ratio de apalancamiento la relación entre la deuda total y los activos totales, al mostrar la importancia relativa del financiamiento de la deuda (Joeveer 2013; Delcoure, 2007). Sin embargo, existen otros ratios financieros que permiten conocer la relación del endeudamiento total o a corto plazo con el capital, con las ventas y con los intereses pagados, que dan información de los niveles de compromiso y los costos para la empresa no solo a partir de los activos. De ahí que en el presente estudio, además de obtener la relación entre el pasivo total y el activo total como variable principal de apalancamiento, también se calcularon los ratios de impacto de la carga financiera, cobertura de intereses, concentración de



endeudamiento a corto plazo, apalancamiento del patrimonio y apalancamiento del patrimonio a corto plazo, como se muestran en la tabla 1.

Tabla 1.

Ratios financieros de endeudamiento

Variable	Nombre	Cálculo	Descripción
NE	Nivel de endeudamiento	Pasivos totales / capital contable	Mide en qué grado el pasivo participa dentro del financiamiento de la empresa.
ICF	Impacto de la carga financiera	Gastos financieros / ventas	Indica el porcentaje que tienen los gastos financieros con respecto a las ventas.
CI	Cobertura de intereses	Utilidad de operación / intereses pagados	Establece la incidencia que tienen los gastos financieros sobre las utilidades operacionales de la empresa.
CECP	Concentración de endeudamiento a corto plazo	Pasivo corriente / pasivo total	Establece qué porcentaje del total de los activos tienen vencimiento corriente.
A1	Apalancamiento del patrimonio	Pasivo total / capital contable	Mide el grado de compromiso del patrimonio de los accionistas con los acreedores
A2	Apalancamiento del patrimonio a corto plazo	Pasivo corriente / capital total	Mide el grado de compromiso del patrimonio de los accionistas con los acreedores en el corto plazo

Fuente: Elaboración propia a partir de CINIF, 2017.

Ahora bien, respecto a la rentabilidad, en los estudios revisados ésta se mide de diferentes maneras sin haber una coincidencia como en el caso del endeudamiento, por lo que en el presente trabajo se tomó como principal medida de rentabilidad el Modelo DuPont, además de considerar la rentabilidad financiera, margen bruto, margen operacional, margen neto y rentabilidad operacional del patrimonio, como se muestra en la tabla 2.



Tabla 2.

Ratios financieros de rentabilidad

Variable	Nombre	Cálculo	Descripción
Dupont	Modelo Dupont	$(\text{utilidad neta} / \text{ventas}) \times (\text{ventas} / \text{activo total})$	Muestra la capacidad del activo para producir utilidades, independientemente de la forma como haya sido financiado.
MB	Margen bruto	$(\text{ventas} - \text{costo de ventas}) / \text{ventas}$	Permite conocer la rentabilidad de las ventas frente al costo de ventas y la capacidad de la empresa para cubrir los gastos operativos, para generar utilidades antes de deducciones e impuestos.
MO	Margen operacional	Utilidad operacional / ventas	Indica si el negocio es o no lucrativo en sí mismo, independientemente de la forma cómo ha sido financiado.
MN	Margen neto	Utilidad neta / ventas	Muestran la utilidad neta de la empresa por cada unidad de venta.
ROC	Rentabilidad operacional del capital	Utilidad operacional / capital contable	Muestra la rentabilidad que le ofrece a los socios o accionistas el capital que han invertido en la empresa, sin tomar en cuenta los gastos financieros, ni impuestos, ni participación de trabajadores.
RF	Rentabilidad financiera	$(\text{ventas} / \text{activo}) \times (\text{UAI} / \text{ventas}) \times (\text{activo} / \text{capital contable}) \times (\text{UAI} / \text{UAI}) \times (\text{utilidad neta} / \text{UAI})$	Mide el beneficio neto generado en relación a la inversión de los propietarios de la empresa.

Fuente: Elaboración propia a partir de CINIF, 2017.

RESULTADOS Y DISCUSIÓN

Los datos se obtuvieron de los estados financieros anuales de la empresa, de 1996 a 2015, que se obtuvieron a través de Economática. En total se tiene información de 20 años de operación de la empresa.

En la tabla 3 se muestran las estadísticas descriptivas de las variables usadas en el estudio, las cuales muestran en promedio a una empresa altamente apalancada y con niveles de rentabilidad menores a su endeudamiento.

Tabla 3.

Estadística descriptiva de las variables

Variables	Media	Desviación estándar	Mínimo	Máximo
Endeudamiento				
NE	0.7417	0.0487	0.6442	0.8009
ICF	0.1127	0.0409	0.0736	0.2075
CI	3.7236	1.2766	0.4742	5.9778
CECP	0.2322	0.0889	0.1054	0.3666
A1	3.0129	0.6908	1.8203	4.1690
A2	0.6755	0.2479	0.2972	1.1581
Rentabilidad				
Dupont	0.0513	0.0451	-0.0721	0.1242
MB	0.5085	0.0976	0.2621	0.6836
MO	0.4140	0.1797	0.0463	0.6836
MN	0.1392	0.1322	-0.2048	0.4208
ROC	0.6138	0.3132	0.0703	1.1643
RF	0.2118	0.2040	-0.3108	0.5886

Fuente: elaboración propia.

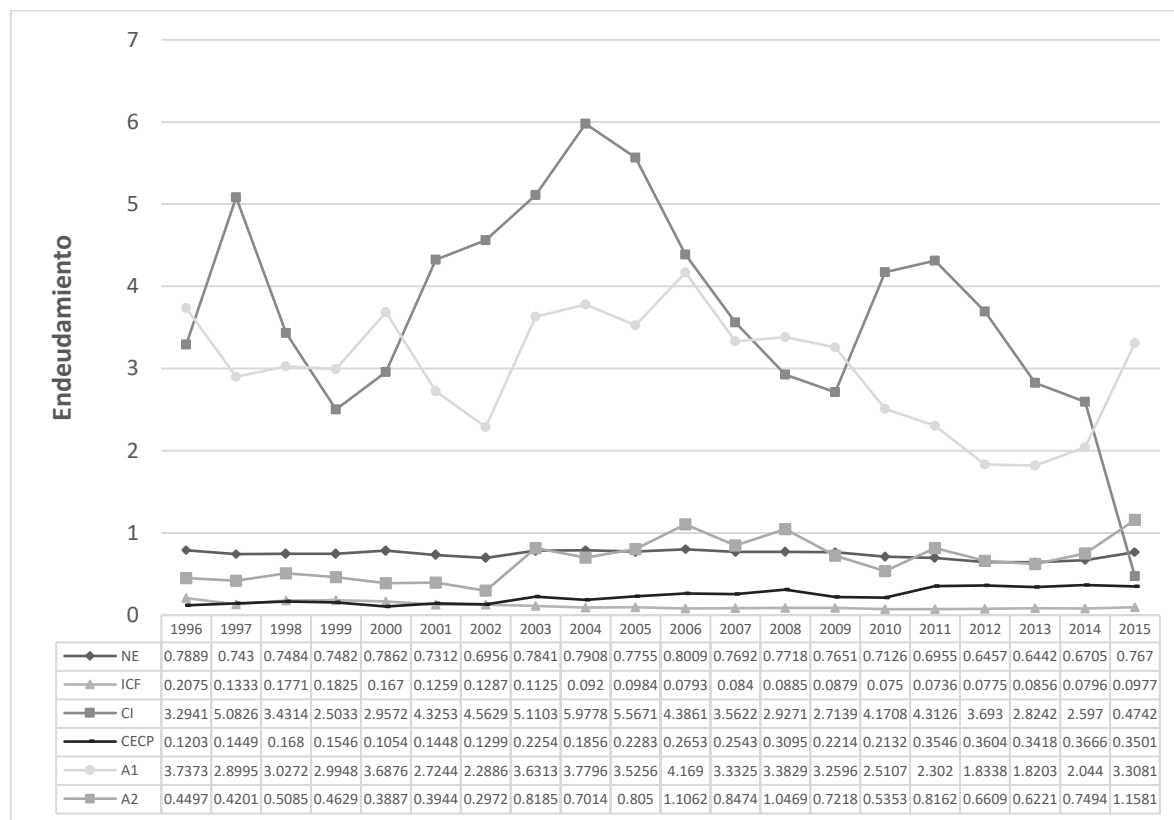
A continuación se presenta la descripción de la evolución de las variables durante los 20 años de estudio, mostrando en la figura 1 el endeudamiento y en la 2 la rentabilidad.

Endeudamiento

El Nivel de Endeudamiento (NE), que mide en qué grado participan los acreedores dentro del financiamiento de la empresa, se observa que la financiación de terceros durante el periodo en estudio oscila entre el 64 y 80%, con una media del 74.17%, es decir, en promedio el 74.17% de sus activos han sido financiados por terceros.

Figura 1.

Endeudamiento (1996 – 2015)



Fuente: elaboración propia.

En el Impacto de la Carga Financiera (ICF), que indica el porcentaje que tienen los gastos financieros con respecto a las ventas, se observa una tendencia a la baja, del 20% en 1996 al 9% en 2015, con una media de 11.27%.

La Cobertura de Intereses (CI), entendida como la incidencia que tienen los gastos financieros sobre las utilidades operacionales de entidad, se observa que en promedio la empresa generó una utilidad operacional 3.72 veces superior a los intereses pagados; sin embargo, se muestra una caída drástica a

partir del 2011 al generar una utilidad operacional en 205 de solo 0.47 superior a los intereses pagados.

La Concentración de Endeudamiento a Corto Plazo (CECP) muestra que en el periodo en estudio, en promedio el 23.22% de sus pasivos son a corto plazo, es decir, que sus deudas se ubican mayoritariamente en el largo plazo.

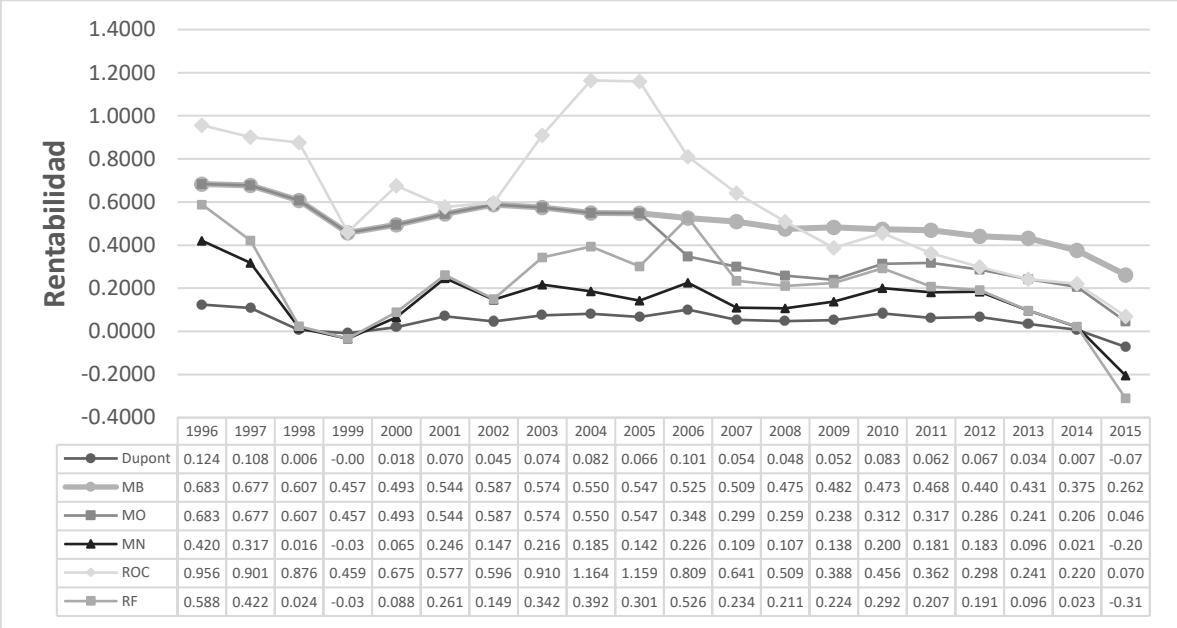
En cuanto al Apalancamiento del Patrimonio (AP), este muestra que el capital de los accionistas está comprometido en promedio 3.01 veces más de su valor; teniendo una baja en 2013, al llegar a 1.82 veces, considerando que éste es primordialmente a largo plazo, ya que el Apalancamiento del Patrimonio a Corto Plazo (APCP) muestra en promedio que el 0.6755 del capital de los accionistas ha estado comprometido a menos de 12 meses; sin embargo, el APCP ha tenido variaciones considerables, que van de 0.2972 en 2002 y hasta 1.15 en 2015.

Estos datos muestran que la empresa está altamente apalancada, sobre todo en el largo plazo, teniendo altos compromisos en cuanto al capital de los accionistas y los costos financieros respecto a las ventas.



Rentabilidad

Figura 2.
Rentabilidad (1996 – 2015)



Fuente: elaboración propia.

Ahora bien, respecto a la rentabilidad, el análisis Dupont muestra que en promedio el activo ha generado el 5.13% de utilidades, teniendo el valor más bajo en 2015, con -7.21% y el más alto en 1996 con 12.42%.

El Margen Bruto (MB) presenta que las ventas han generado en promedio una rentabilidad del 50.85% para cubrir gastos operativos y generar utilidades antes de impuestos, observando sus valores más bajos en 2015 con 26.21% y el más alto en 1996 con 68.36%

En cuanto al Margen Operacional (MO), las ventas generaron en promedio el 41.40% de rentabilidad, observando que en 2015 tuvo el MO más bajo de apenas el 4.63% y el más alto 1996 con 68.36%.

El Margen Neto (MN) muestra en promedio que las ventas generaron, en promedio, una rentabilidad de 13.92%, observando igualmente que el menor MN se ubica en 2015 y el más alto en 1996, con -20.48% y 42.08%, respectivamente.

La Rentabilidad Operacional del Patrimonio (ROC) ofreció a los accionistas en promedio el 61.38% de rentabilidad, observando que el valor más se en 2015 con el 7.03% y el más alto, con 100.16% en 2004.

Finalmente la empresa generó en promedio una Rentabilidad Financiera (RF) de 21.18%, es decir, un beneficio neto deducidos los gastos financieros, impuestos y participación de los trabajadores; sin embargo, aunque de manera general la empresa generó RF durante el periodo de estudio, también se observan algunas pérdidas considerables, como la más baja que se ubica en 2015 con -31.08%.

Con los datos anteriores, se observa que la empresa ha generado rentabilidad sostenida a lo largo del periodo en estudio; sin embargo se muestra que los más altos índices se ubican en los primeros años de estudio, con una rentabilidad que superó 100% para los accionistas de 2003 a 2007, pero con caídas considerable en todos los indicadores en 2015.

Endeudamiento - Rentabilidad

De acuerdo a los resultados de correlación (tabla 6), se observa una relación negativa entre la Concentración del Endeudamiento a Corto Plazo (CECP) con el Margen Operacional (MO) de -0.8152 y con el Margen Bruto (MB) de -0.7194, lo que hace inferir que su comportamiento



corresponde a los resultados obtenidos en estudios de países emergentes, es decir, a mayor apalancamiento menos rentabilidad. Sin embargo, en los indicadores de rentabilidad que muestran relación negativa no están considerados los impuestos.

Tabla 6.

Correlación

	NE	ICF	CI	CECP	A1	A2	Dupont	MB	MO	MN	ROC	RF
NE	1.0000											
ICF	0.3237	1.0000										
CI	0.1354	-0.1127	1.0000									
CECP	-0.4755	-0.7483	-0.3366	1.0000								
A1	0.9849	0.2780	0.1524	-0.4134	1.0000							
A2	0.2594	-0.6089	-0.2297	0.7094	0.3156	1.0000						
Dupont	0.1461	-0.0465	0.7422	-0.2906	0.1866	-0.2001	1.0000					
MB	0.3312	0.5096	0.6724	-0.7194	0.3130	-0.5194	0.7276	1.0000				
MO	0.3189	0.6676	0.6500	-0.8152	0.2905	-0.6451	0.5173	0.9108	1.0000			
MN	0.0955	0.0999	0.6683	-0.3615	0.1228	-0.3306	0.9708	0.7683	0.5878	1.0000		
ROC	0.6220	0.3562	0.7506	-0.6151	0.6340	-0.1869	0.5799	0.8047	0.8145	0.5322	1.0000	
RF	0.3202	0.0144	0.7172	-0.3336	0.3705	-0.1111	0.9758	0.7419	0.5373	0.9357	0.6700	1.0000

Fuente: elaboración propia.

Ahora bien, cuando en la rentabilidad se consideran los impuestos, como en el caso del análisis Dupont, este muestra una relación con la Cobertura de Intereses (CI) de 0.7422, lo que hace inferir que la empresa hizo una buena combinación entre los beneficios obtenidos y la cobertura de intereses, respondiendo este comportamiento a la teoría de Trade Off.

Sin embargo, al observar los indicadores que consideran la rentabilidad después de gastos financieros e impuestos, que es el Dupont con el Nivel de Endeudamiento (NE) y Rentabilidad Financiera (RF) con el Nivel de Endeudamiento (NE), estos muestran una relación nada significativa, de 0.1461 y 0.3232, respectivamente, lo que haría suponer que la empresa toma decisiones de financiamiento sin tomar en consideración los beneficios fiscales sobre los costos financieros, respondiendo así a la teoría del Pecking Order.

CONCLUSIONES

Las conclusiones se hacen desde dos perspectivas, la primera de la existencia de relación entre rentabilidad y endeudamiento y la otra en cuanto a la valoración de los ratios financieros.

Respecto a la relación existente entre rentabilidad y apalancamiento, los estudios revisados muestran un efecto negativo del endeudamiento en la rentabilidad en empresas de países emergentes; para el caso en estudio, al considerar las variables Nivel de Endeudamiento (NE) y Dupont, que son las comunes en los estudios consultados, los resultados muestran una relación positiva muy débil, lo cual no responde al comportamiento de los estudios revisados.

Sin embargo, los resultados entre la Concentración del Endeudamiento a Corto Plazo (CECP), el Margen Operacional (MO) y el Margen Bruto (MB) sí corresponden a la premisa del Pecking Order, mayor apalancamiento menos rentabilidad y además coinciden con los resultados de los estudios en países emergentes.

Ahora bien, desde la perspectiva de la teoría del Trade Off, las empresas más rentables deben proteger sus ganancias de los impuestos por lo cual tienen mayor apalancamiento; al respecto, la empresa en estudio responde a esta condición cuando se relacionan Dupont y la Cobertura de Intereses (CI), donde se muestra una relación positiva considerable, además de rechazar que las empresas que responden a la teoría de Pecking Order tienen menos deuda, lo cual no corresponde a la empresa en estudio, al estar altamente apalancada.



Lo anterior apoya la segunda reflexión sobre la valoración de los ratios financieros, que los resultados hacen suponer que depende de la razón financiera utilizada para identificar ciertas decisiones de estructura de capital, pues en el caso en estudio existen aquellos que responden a la teoría del Trade Off y otros a la de Pecking Order.

Esto permitió considerar que es necesario tener un fundamento más sólido respecto a los indicadores a utilizar para responder de mejor forma a la relación que se busca entre el endeudamiento y la rentabilidad; aunado a que una de las limitaciones para generalizar las conclusiones es que este estudio hace referencia a solo una empresa.

REFERENCIAS

- Bajramovic, A. (2017). Firm-specific determinants of capital structure. Case of firms in Bosnia and Herzegovina. *Advances in Business*, 8(2), 13-24.
- Crnigoj, M., Mramor, D., (2009). Determinants of capital structure in emerging European economies: Evidence from Slovenian firms. *Emerging Markets Finance & Trade*, 45(1), 72–89.
- Cueva, D., Rojas, D.M. y Armas, R. (2016). Capital structure: micro and macroeconomic variables. The case of manufacturing companies in Ecuador. 11th Iberian Conference on Information Systems and Technologies (CISTI)
- DeHaas, R., Peeters, M. (2006). The dynamic adjustments towards target capital structures of firms in transition economies. *Economics of Transition*, 14(1), 133–169.
- Delcours, N. (2007). The determinants of capital structure in transitional economies. *International Review of Economics and Finance*, 16, 400–415
- Ferrer, M.A. y Tresierra Tanaka, A. (2009). Las PyMEs y las teorías modernas sobre estructura de capital. *Compendium*, 22 (2), 65-83. Recuperado el 11 de junio de 2018, de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3227555>

- Gaytán, J., Vázquez, G. y Ponce, J.T. (2010). La deuda en la estructura de capital de empresas de servicios que cotizaron en la Bolsa Mexicana de Valores 2000-2007. Memoria del IV Congreso, Red Internacional de Investigadores en Competitividad, Puerto Vallarta, Jalisco, México.
- González, P.C., Zinno, F. y Barberi, A.A. (2018). Estructura de capital: una revisión de la literatura y propuesta de investigación. Centro de Estudios en Contabilidad Internacional, documento de trabajo 049. Argentina.
- Gutiérrez, H., Morán, C. y Posas, R. (2018). Determinantes de la estructura de capital: un estudio empírico del sector manufacturero de Guayaquil (Ecuador). Contaduría y Administración, próxima publicación.
- Joeveer, K., (2013). Firm, country and macroeconomic determinants of capital structure: Evidence from transition economies. *Journal of Comparative Economics*, 41, 294–308.
- Malinic, D., Dencic-Mihajlov, K., Ljubenovic, E. (2013). The determinants of capital structure in emerging capital markets: Evidence from Serbia. *European Research Studies*, 16(2), 98–119.
- Mateus, C., Terra, P. R. S. (2006). Capital structure and debt maturity: evidence from emerging markets. 2006 Annual Meeting Financial Management Association, (retrieved from www.fma.org 02. 4. 2007.)
- Mejía Amaya, A. F. (2013). La estructura de capital en la empresa: su estudio contemporáneo. *Finanzas y Política Económica*, 5(2), 141-160. Recuperado el 11 de junio de 2018, de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5343064>
- Mondragón Hernández, S. A. (2011). Marco conceptual de las teorías de la irrelevancia, del trade-off y de la jerarquía de las preferencias. *Cuadernos de Contabilidad*, 12 (30), 165-178. Recuperado el 11 de junio de 2018, de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5488486>
- Nivorozhkin, E. (2005). Financing choices of firms in EU accession countries. *Emerging Markets Review*, 6, 138–169.
- Modigliani, F., Miller M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297.
- Pepur, S., Curak, M., Poposki, K. (2016). Corporate capital structure: the case of large Croatian companies. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 29(1), 498–514.
- Ravelo, R.E., Rodríguez, P.D. y Mantilla, D.M. (2017). Determinación de la estructura óptima de capital del sector comercial al por mayor. Ecuador periodo 2014-2015. Digital Publisher, 1(4), 56-66.

- Rivera Godoy, J.A. (1998). Aporte de la teoría de agencia al puzzle de la estructura de capital de la empresa. Cuadernos de Administración, 24, 129-167. Recuperado el 11 de junio de 2018, de <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=5006344>
- Rubino, S.D. (2017). Estructura óptima de capital evidencia en empresas argentinas. Tesis Maestría en Finanzas, Universidad de San Andrés, Buenos Aires Argentina.
- Sarlija, N., Hrc, M. (2016). Capital structure determinants of small and medium enterprises in Croatia. Managing Global Transitions, 14(3), 251–266.
- Stancic, P., Janković, M., Cupic, M. (2016). Testing the relevance of alternative capital structure theories in Serbian economy. Teme, 4, 1309–1325.
- Vera, C.E. y Torres, J.A. (2015). Cómo la estructura de capital afecta el valor bursátil de las cinco empresas más líquidas del mercado de renta variable colombiano. Tesis, Colombia.

