

**“AÑO DE LA UNIÓN NACIONAL FRENTE A LA  
CRISIS EXTERNA”**

**UNIVERSIDAD CESAR VALLEJO**

**FACULTAD DE CIENCIAS EMPRESARIALES**

**ESCUELA DE CONTABILIDAD.**

**“LAS TEORIAS DEL TRADE OFF (COSTO-  
BENEFICIO) Y DEL PECKING ORDER (ORDEN  
JERÁRQUICO) RELACIONADAS A LAS EMPRESAS  
QUE COTIZAN EN LA BOLSA DE VALORES DE  
LIMA, EN LOS ULTIMOS 5 AÑOS.”**

**TESIS PROFESIONAL PARA OPTAR EL TITULO PROFESIONAL  
DE CONTADOR PÚBLICO COLEGIADO**

**AUTORES : PAZOS IPANAQUE WILFREDO**

**TONG CHU MARIO JUNIOR**

**ASESOR : MBA. GOMEZ JACINTO LUIS  
GERARDO.**

**PIURA – PERU  
2009.**

## DEDICATORIA

*Le dedico el presente trabajo a Dios,  
porque sin Él no hubiera seguido adelante,  
a mis padres por ser lo que soy, a la memoria  
de María Isabel y a mis hermanos,  
que son la razón de mi vida.*

**WILFREDO PAZOS IPANAQUE.**

*Dedico este presente trabajo a mis padres y  
hermanos, los que estuvieron presentes en  
cada momento duro y en cada triunfo de mi  
vida y por haber depositado su confianza  
en mí, además a mi novia por su apoyo  
incondicional, a todos ellos quienes fueron y  
serán mi fortaleza para seguir adelante.*

**TONG CHU MARIO JUNIOR**

## INDICE GENERAL.

CARATULA.....	I
DEDICATORIA.....	II
INDICE.....	III
RESUMEN.....	8
INTRODUCCIÓN.....	9

### **CAPITULO I: LINEAMIENTOS GENERALES DE LA INVESTIGACION**

1.1 PLANTEAMIENTO Y FORMULACION DEL PROBLEMA.....	11
1.1 PLANTEAMIENTO Y FORMULACION DEL PROBLEMA.....	11
1.1.1 REALIDAD PROBLEMÁTICA.....	11
1.1.2 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA.....	12
1.2 OBJETIVOS DE LA INVESTIGACION.....	12
1.2.1 OBJETIVO GENERAL.....	12
1.2.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS.....	12
1.3 LA HIPÓTESIS Y VARIABLES.....	13
1.3.1 PLANTEAMIENTO DE LAS HIPÓTESIS.....	13
1.3.1.1 HIPOTESIS 1.....	13
1.3.1.2 HIPOTESIS 2.....	14
1.3.2 VARIABLES – INDICADORES.....	16
1.3.2.1 LAS VARIABLES.....	16
1.3.2.1.1 UNIDADES DE ANALISIS.....	17
1.3.2.2 DEFINICION CONCEPTUAL DE LAS VARIABLES.....	17
1.3.2.2.1 ESTRUCTURA FINANCIERA.....	17
1.3.2.2.2 RENTABILIDAD.....	17
1.3.2.2.3 TANGIBILIDAD.....	18
1.3.2.2.4 OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO.....	18
1.3.2.2.5 TAMAÑO.....	19
1.3.2.3 INDICADORES.....	19
1.3.2.3.1 ESTRUCTURA FINANCIERA.....	19

1.3.2.3.2	RENTABILIDAD.....	20
1.3.2.3.3	TANGIBILIDAD.....	20
1.3.2.3.4	OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO.....	20
1.3.2.3.5	TAMAÑO.....	20
1.4	METODOLOGIA.....	21
1.4.1	TIPO DE DISEÑO.....	21
1.4.1.1	INVESTIGACION NO EXPERIMENTAL.....	21
1.4.1.2	CARACTERISTICAS TEMPORALES.....	21
1.4.2	POBLACION Y MUESTRA.....	21
1.4.2.1	POBLACION.....	21
1.4.2.1	MUESTRA .....	22
1.4.3	TECNICAS, INSTRUMENTOS, FUENTES E INFORMANTES.....	23
1.4.4	FORMA DE TRATAMIENTO DE DATOS.....	23
1.4.5	FORMA DE ANALISIS DE INFORMACION.....	24

## **II. MARCO TEORICO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA EN RELACION CON LAS TEORIAS DEL TRADE Y DEL PECKING ORDER.**

2.1	LA ESTRUCTURA FINANCIERA DE LAS EMPRESAS.....	24
2.1.1	ANTECEDENTES.....	24
2.1.2	TEORIA DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA .....	25
2.1.2.1	TEORÍA TRADICIONAL.....	25
2.1.2.2	LA TESIS DE MERTON MILLER Y FRANCO MODIGLIANI.....	26
2.1.2.3	CLASE DE RIESGO EN MM.....	33
2.1.2.4	PROPOSICIÓN I. MM.....	35
2.1.2.5	PROPOSICIÓN 2. MM.....	39
2.1.2.6	LAS PROPOSICIONES DE MODIGLIANI Y MILLER (MM).....	42
2.1.2.7	PRINCIPALES CUESTIONAMIENTOS A LA TEORÍA TRADICIONAL Y LA TESIS DE MM.....	44
2.1.3	TEORÍA DE CONTRATOS Y ASIMETRIA DE LA INFORMACIÓN.....	46
2.1.3.1	TEORÍA DE CONTRATOS.....	46
2.1.3.2	UNA BREVE INTRODUCCIÓN A LA TEORÍA DE CONTRATOS.....	48
2.1.3.3	ASIMETRIA DE LA INFORMACIÓN.....	50

2.1.3.4 RIESGO MORAL.....	53
2.1.3.5 PROBLEMAS DE SEÑALES .....	57
2.1.3.6 MODELOS DE VARIAS SEÑALES.....	60
2.1.3.7 LOS INCENTIVOS PARA LA OBTENCIÓN DE SEÑALES.....	60
2.1.3.8 SELECCIÓN ADVERSA .....	62
2.1.3.9 PROBLEMAS DE ASIMETRÍA DE INFORMACIÓN EN EL MERCADO FINANCIERO.....	66
2.1.3.9.1 LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS.....	67
2.1.3.9.2 COSTOS DE TRANSACCIÓN.....	68
2.1.3.9.3 COALICIONES PARA COMPARTIR INFORMACIÓN.....	68
2.1.3.9.4 SELECCIÓN ADVERSA.....	69
2.1.3.9.5 TEORÍA DE SEÑALES.....	71
2.1.3.9.6 COALICIÓN DE PRÉSTAMOS (DIVERSIFICACIÓN DE RIESGO).....	73
2.1.4 IMPORTANCIA DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA.....	75
2.1.4.1 EL ENFOQUE COMPENSATORIO.....	75
2.1.4.1.1 CONSIDERACIONES DE COSTO.....	76
2.1.4.1.2 CONSIDERACIONES DE RIESGO.....	76
2.1.4.2 EL ENFOQUE CONSERVADOR.....	77
2.1.4.2.1 CONSIDERACIONES DE COSTO.....	77
2.1.4.2.2 CONSIDERACIONES DE RIESGO.....	77
2.1.4.3 LA ALTERNATIVA ENTRE LOS DOS ENFOQUES.....	78
2.1.4.3.1 CONSIDERACIONES DE COSTO.....	78
2.1.4.3.2 CONSIDERACIONES DE RIESGO.....	78
2.2 LA TEORIA DEL PECKING ORDER.....	79
2.2.1 FUNDAMENTO DE LA TEORÍA DEL PECKING ORDER. ASIMETRÍA DE INFORMACION.....	79

2.2.1.1	FUNDAMENTO DE LA TEORIA DEL PECKING ORDER.....	79
2.2.1.2	ASIMETRIA DE INFORMACION EN LOS MERCADOS.....	81
2.2.2	IMPORTANCIA DE LA TEORÍA DEL PECKING ORDER (ORDEN JERÁRQUICO).....	83
2.2.3	LA TEORÍA DEL PECKING ORDER (ORDEN JERÁRQUICO) EN LAS ORGANIZACIONES.....	84
2.3	LA TEORIA TRADE OFF.....	86
2.3.1	FUNDAMENTO DE LA TEORÍA DEL TRADE OFF.....	86
2.3.2	IMPORTANCIA DE LA TEORÍA DEL TRADE OFF.....	87
2.3.3	LA TEORÍA DEL TRADE OFF EN LAS ORGANIZACIONES.....	89
2.4	CONTRASTE DE LA TEORÍA PECKING ORDER CON LA TEORÍA DEL TRADE OFF.....	90

### **III. DIAGNOSTICO DEL PROBLEMA**

3.1	LA COMISIÓN NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES (CONASEV).....	97
3.2	BOLSA DE VALORES COMO MERCADO DE CAPITALES EN EL PERU.....	98
3.3	CARACTERIZACION DE LAS EMPRESAS.....	101
3.3.1	CARACTERIZACION DE LAS EMPRESAS POR SECTORES.....	102
3.4	EMPRESAS QUE SE FINANCIAN CON FONDOS PROPIOS.....	104
3.4.1	NIVEL DE ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS.....	104
3.5	EMPRESAS QUE SE FINANCIAN CON FONDOS AJENOS.....	107
3.5.1	NIVEL DE ENDEUDAMIENTO DE LAS EMPRESAS.....	107
3.6	ESTADISTICA DESCRIPTIVA.....	108
3.6.1	ANÁLISIS ESTADÍSTICO DE LA ESTRUCTURA FINANCIERA.....	109
3.6.2	ANÁLISIS ESTADÍSTICO DE LA RENTABILIDAD.....	110
3.6.3	ANÁLISIS ESTADÍSTICO DE LA TANGIBILIDAD.....	112
3.6.4	ANÁLISIS ESTADÍSTICO DE LAS OPORTUNIDADES DE CRECIMIENTO.....	114

3.6.5 ANÁLISIS ESTADÍSTICO DE LA TAMAÑO.....	116
--	-----

#### **IV. CONTRASTACION DE LAS HIPOTESIS**

4.1 RESULTADOS OBTENIDOS.....	118
4.1.1 MODELO DE REGRESION.....	118
4.1.2 ANÁLISIS ESTADÍSTICO ECONOMICO.....	118
4.1.2.1 ANÁLISIS ECONÓMICO DE TRADE OFF.....	119
4.1.2.2 ANÁLISIS ECONÓMICO DEL PECKING ORDER.....	126
4.1.2.3 TEST DE BONDAD DEL AJUSTE .....	132
CONCLUSIONES.....	133
RECOMENDACIONES.....	135
BIBLIOGRAFÍA.....	136
ANEXOS.....	140

## RESUMEN

El presente trabajo pretende abordar un análisis comparado del grado de explicación aportado por dos de las grandes teorías que coexisten en relación a la decisión de financiación o estructura de capital. De un lado la teoría estática o del Trade Off desde la vertiente más tradicional y clásica de la economía financiera aporta factores tales como la tangibilidad de los activos, el tamaño, las oportunidades de crecimiento y la rentabilidad económica. De otro, y de la mano de las aportaciones más recientes procedentes de la moderna economía contractual, la teoría de la jerarquización financiera o teoría del Pecking Order viene a sugerir la existencia de un orden de jerarquías en la elección de financiación cuando la empresa afronta un déficit financiero a la hora de emprender nuevos proyectos de inversión. Con una muestra de 113 empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima para el periodo 2004-2008. Donde las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima responden a la teoría del Pecking Order. Donde el factor como el tamaño en el sector agrario, los factores como las oportunidades de crecimiento y el tamaño en el sector diverso, los factores como las oportunidades de crecimiento y el tamaño en el sector industrial y por último los factores como la rentabilidad, tangibilidad y tamaño en el sector minero responden a la teoría del Trade Off. Y el factor como el tamaño en el sector agrario, los factores como las oportunidades de crecimiento y rentabilidad en el sector diverso, los factores como las oportunidades de crecimiento y tangibilidad en el sector industrial y por ultimo el factor como las oportunidades de crecimiento en el sector minero responden a la teoría del Pecking Order.

**PALABRAS CLAVES:** Pecking Order, Trade Off, Estructura Financiera, Rentabilidad, Tangibilidad, Tamaño Y Oportunidades De Crecimiento.