



Universidad de Nariño
COLOMBIA

ISSN-E 2539-0554
Vol. XXVII No. 2 – 2do Semestre 2026
Julio - Diciembre – Páginas 292-315

Revista de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas
Artículo de revisión
Finanzas corporativas

Estructura de capital en las pymes colombianas: una revisión semisistemática de la literatura desde las perspectivas del trade-off, el pecking order, la agencia y el empoderamiento psicológico

Capital structure in Colombian SMEs: a semi-systematic literature review from trade-off, pecking order, agency, and psychological empowerment perspectives

Estrutura de capital nas PMEs colombianas: uma revisão semi-sistemática da literatura sob as perspectivas de trade-off, pecking order, agência e empoderamento psicológico

Zuray Andrea Melgarejo Molina; Mayda Alejandra Calderon-Diaz; Felipe Alejandro Torres-Castro

Doctora en Sistemas de Gestión Flexible, Universidad Pública de Navarra, Pamplona, España. Profesora Asociada, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Colombia, ORCID: 0000-0001-6651-6964. E-mail: zamelgarejomo@unal.edu.co, Bogotá - Colombia.

Doctora en Ciencias Económicas, Universidad Nacional de Colombia. Investigadora (Dr) Essex Business School, University of Essex, Colchester, Reino Unido. Investigadora programa Global Faculty. Universidad Autónoma de Bucaramanga (UNAB). ORCID: 0000-0001-6591-7184. E-mail: mayda.calderon@essex.ac.uk, Bucaramanga, Colombia.

Magíster en administración, Universidad Nacional de Colombia. Estudiante de Doctorado, Universidad de los Andes. ORCID: 0009-0002-4046-4419. E-mail: f.torrescastro@uniandes.edu.co, Bogotá - Colombia.

Recibido: 15 de diciembre de 2025

Aceptado: 10 de junio de 2026

DOI: <https://doi.org/10.22267/rtend.26272.305>

Cómo citar este artículo: Melgarejo, Z., Calderon, M. y Torres, F. (2026). Estructura de capital en las pymes colombianas: una revisión semisistemática de la literatura desde las perspectivas del trade-off, el pecking order, la agencia y el empoderamiento psicológico. *Tendencias*, 27(2), 292-315. <https://doi.org/10.22267/rtend.26272.305>

Resumen

Introducción: La estructura de capital sigue siendo un tema central en las finanzas corporativas, particularmente en las economías emergentes, donde las restricciones institucionales, los mecanismos de gobernanza y el comportamiento gerencial influyen en las decisiones de financiamiento. Comprender la estructura de capital en las pymes colombianas requiere integrar múltiples perspectivas teóricas. **Objetivo:** Analizar la evidencia teórica y empírica sobre las decisiones de estructura de capital en las pymes colombianas desde las perspectivas de la teoría del Trade-Off, la teoría del Pecking Order, la teoría de la Agencia y el Empoderamiento Psicológico. **Metodología:** Se realizó una revisión semisistemática de la literatura siguiendo los lineamientos PRISMA 2020. Las búsquedas se efectuaron en Scopus y Web of Science entre marzo y mayo de 2025. El proceso de selección incluyó identificación, cribado, evaluación de elegibilidad e inclusión, dando como resultado 27 estudios para el análisis. **Resultados:** Ninguna teoría por sí sola explica plenamente las decisiones de financiamiento en las pymes colombianas. Las teorías del Trade-Off y del Pecking Order explican el apalancamiento y las preferencias de financiamiento, la teoría de la Agencia destaca las estructuras de propiedad y las asimetrías de información, y el Empoderamiento Psicológico enfatiza la autonomía gerencial y las influencias conductuales. **Discusión:** Las decisiones de estructura de capital surgen de la interacción entre factores financieros, de gobernanza y conductuales, configurados por las características de la empresa y las condiciones institucionales. **Conclusiones:** Una perspectiva multidimensional ofrece una comprensión más completa de las decisiones de estructura de capital en las pymes colombianas. El estudio contribuye al integrar explicaciones financieras, organizacionales y conductuales, e identificar rutas para investigaciones futuras.

Palabras clave: finanzas conductuales; gobierno corporativo; decisiones de financiamiento; asimetría de información; comportamiento gerencial.

JEL: D23; G32; G41; L25; M10.



Abstract

Introduction: Capital structure remains a central topic in corporate finance, particularly in emerging economies where institutional constraints, governance mechanisms, and managerial behavior influence financing decisions. Understanding capital structure in Colombian SMEs requires integrating multiple theoretical perspectives. **Objective:** To analyze the theoretical and empirical evidence on capital structure decisions in Colombian SMEs from the perspectives of Trade-Off Theory, Pecking Order Theory, Agency Theory, and Psychological Empowerment. **Methodology:** A semi-systematic literature review was conducted following the PRISMA 2020 guidelines. Searches were performed in Scopus and Web of Science between March and May 2025. The selection process included identification, screening, eligibility assessment, and inclusion, resulting in 27 studies for analysis. **Results:** No single theory fully explains financing decisions in Colombian SMEs. Trade-Off and Pecking Order theories explain leverage and financing preferences, Agency Theory highlights ownership structures and information asymmetries, and Psychological Empowerment emphasizes managerial autonomy and behavioral influences. **Discussion:** Capital structure decisions arise from the interaction of financial, governance, and behavioral factors shaped by firm characteristics and institutional conditions. **Conclusions:** A multidimensional perspective provides a more comprehensive understanding of capital structure decisions in Colombian SMEs. The study contributes by integrating financial, organizational, and behavioral explanations and identifying avenues for future research.

Keywords: behavioral finance; corporate governance; financing decisions; information asymmetry; managerial behavior.

JEL: D23; G32; G41; L25; M10

Resumo

Introdução: A estrutura de capital continua sendo um tema central nas finanças corporativas, particularmente nas economias emergentes, onde as restrições institucionais, os mecanismos de governança e o comportamento gerencial influenciam as decisões de financiamento. Compreender a estrutura de capital nas PMEs colombianas requer a integração de múltiplas perspectivas teóricas. **Objetivo:** Analisar as evidências teóricas e empíricas sobre as decisões de estrutura de capital nas PMEs colombianas a partir das perspectivas da teoria do Trade-Off, da teoria da Pecking Order, da teoria da Agência e do Empoderamento Psicológico. **Metodologia:** Foi realizada uma revisão semissistemática da literatura seguindo as diretrizes PRISMA 2020. As buscas foram realizadas no Scopus e no Web of Science entre março e maio de 2025. O processo de seleção incluiu identificação, triagem, avaliação de elegibilidade e inclusão, resultando em 27 estudos para análise. **Resultados:** Nenhuma teoria, por si só, explica plenamente as decisões de financiamento nas PMEs colombianas. As teorias do Trade-Off e da Pecking Order explicam a alavancagem e as preferências de financiamento; a teoria da Agência destaca as estruturas de propriedade e as assimetrias de informação; e o Empoderamento Psicológico enfatiza a autonomia gerencial e as influências comportamentais. **Discussão:** As decisões relativas à estrutura de capital decorrem da interação entre fatores financeiros, de governança e comportamentais, determinados pelas características da empresa e pelas condições institucionais. **Conclusões:** Uma perspectiva multidimensional oferece uma compreensão mais completa das decisões relativas à estrutura de capital nas PMEs colombianas. O estudo contribui ao integrar explicações financeiras, organizacionais e comportamentais, além de identificar caminhos para pesquisas futuras.

Palavras-chave: finanças comportamentais; governança corporativa; decisões de financiamento; assimetria de informação; comportamento gerencial.

JEL: D23; G32; G41; L25; M10

Introducción

El debate sobre cómo las empresas definen su estructura de capital sigue siendo una de las preguntas más persistentes en las finanzas corporativas desde el trabajo seminal de Modigliani y Miller (1958). Su Proposición de Irrelevancia sostenía que, bajo mercados perfectos y sin impuestos, el valor de una empresa es independiente de su estructura de capital. Pocos años después, revisaron su modelo (Modigliani y Miller, 1963), reconociendo que el uso de deuda puede generar beneficios fiscales y, por tanto, crear incentivos para que las empresas busquen un equilibrio óptimo entre capital propio y pasivos. Estas ideas sentaron las bases de teorías posteriores, particularmente las teorías del Trade-Off y del Pecking Order, que continúan dando forma a la investigación contemporánea sobre decisiones de financiamiento.

La Teoría del Trade-Off (TO) propone que las empresas buscan un equilibrio óptimo entre los beneficios y los costos del financiamiento mediante deuda (Shyam y Myers, 1994). En contraste, la Teoría del Pecking Order (PO) sugiere que las empresas siguen una jerarquía de preferencias de financiamiento, recurriendo primero a fondos internos, luego a deuda y, finalmente, a la emisión de capital propio (Myers y Majluf, 1984). Aunque estas teorías ofrecen marcos influyentes para comprender las decisiones de financiamiento, su poder explicativo puede ser limitado en contextos caracterizados por restricciones financieras, asimetrías de información y barreras institucionales, como las que enfrentan muchas pequeñas y medianas empresas (pymes).

En América Latina, y particularmente en Colombia, la gestión financiera representa un factor decisivo para el crecimiento y la supervivencia empresarial. Las pequeñas y medianas empresas (pymes) representan más del 99% de las empresas y aproximadamente el 75% del empleo formal (Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos [OCDE] y Comisión Económica para América Latina y el Caribe [CEPAL], 2012). A pesar de su relevancia económica, las pymes colombianas suelen enfrentar barreras significativas para acceder a financiamiento externo. Estudios como el de Vera y Mora (2013) reportan que muchas empresas mantienen niveles de endeudamiento inferiores al óptimo, lo cual refleja no solo preferencias de financiamiento, sino también restricciones en el acceso al crédito formal y condiciones institucionales que influyen en las oportunidades de financiamiento. Estos

desafíos plantean interrogantes sobre en qué medida las teorías tradicionales de estructura de capital explican adecuadamente las decisiones de financiamiento en economías emergentes

La pandemia de COVID-19 expuso aún más estas debilidades estructurales. A pesar de las iniciativas gubernamentales orientadas a mejorar las condiciones de liquidez, muchas pymes continuaron dependiendo de mecanismos de financiamiento informal y garantías personales. Torres et al. (2025) muestran que los incrementos en el costo de capital reducen significativamente la rentabilidad de los activos en las pymes colombianas, lo cual evidencia su vulnerabilidad frente a restricciones de financiamiento y condiciones económicas adversas.

Estas dinámicas sugieren la necesidad de complementar las explicaciones financieras tradicionales con perspectivas teóricas más amplias. La Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976) contribuye a comprender cómo los conflictos de interés, las asimetrías de información y los mecanismos de gobernanza influyen en las decisiones de financiamiento. Asimismo, el Empoderamiento Psicológico (Spreitzer, 1995) ofrece luces sobre los factores cognitivos y motivacionales que moldean el comportamiento gerencial, particularmente las percepciones de competencia, autonomía y control que pueden afectar las actitudes frente a la deuda y la toma de riesgos.

A pesar de la extensa literatura sobre estructura de capital, la evidencia existente sobre las pymes colombianas sigue fragmentada entre distintas perspectivas teóricas. La mayoría de los estudios se han centrado en explicaciones financieras, particularmente las teorías del Trade-Off y del Pecking Order, mientras que se ha dedicado relativamente menos atención a los enfoques relacionados con la gobernanza y el comportamiento. En consecuencia, existe una comprensión limitada de cómo los factores financieros, de gobernanza y psicológicos configuran conjuntamente las decisiones de estructura de capital en las pymes colombianas.

Para abordar este vacío, este estudio realiza una revisión semisistemática de la literatura con el fin de analizar la evidencia teórica y empírica sobre las decisiones de estructura de capital en las pymes colombianas desde las perspectivas de la Teoría del Trade-Off, la Teoría del Pecking Order, la Teoría de la Agencia y el Empoderamiento Psicológico. Al examinar la literatura disponible, el estudio busca ofrecer una comprensión más amplia de los factores financieros, de gobernanza y conductuales que configuran las decisiones de financiamiento en este contexto. En consecuencia, la siguiente pregunta de investigación guía el estudio: ¿Cómo

contribuyen la Teoría del Trade-Off, la Teoría del Pecking Order, la Teoría de la Agencia y el Empoderamiento Psicológico a explicar las decisiones de estructura de capital en las pymes colombianas?

El resto del artículo se organiza de la siguiente manera. La siguiente sección describe el enfoque metodológico adoptado para la revisión semisistemática de la literatura, incluyendo la estrategia de búsqueda, los criterios de selección y los procedimientos de análisis. Las secciones posteriores presentan y discuten los hallazgos de la literatura revisada a través de las lentes de la Teoría del Trade-Off, la Teoría del Pecking Order, la Teoría de la Agencia y el Empoderamiento Psicológico. Finalmente, el artículo concluye destacando las principales contribuciones teóricas, implicaciones prácticas, limitaciones y direcciones para futuras investigaciones.

Metodología

Diseño de investigación

Este estudio adopta un enfoque cualitativo, descriptivo e interpretativo orientado a analizar la literatura teórica y empírica sobre las decisiones de estructura de capital en las pymes colombianas, dentro del contexto más amplio de la evidencia internacional relacionada con la Teoría del Trade-Off, la Teoría del Pecking Order, la Teoría de la Agencia y el Empoderamiento Psicológico.

Metodológicamente, el estudio sigue un enfoque de revisión semisistemática de la literatura. Las revisiones semisistemáticas son particularmente adecuadas para examinar temas complejos y multidisciplinarios que han sido abordados desde diferentes perspectivas teóricas, ya que permiten la identificación, organización y síntesis del conocimiento proveniente de diversas corrientes de investigación, manteniendo un proceso de revisión estructurado y transparente (Snyder, 2019). En el contexto de las decisiones de estructura de capital en las pymes colombianas, este enfoque facilita el examen de explicaciones financieras, de gobernanza y conductuales derivadas de distintas tradiciones teóricas.

Para garantizar la transparencia, la trazabilidad y la replicabilidad a lo largo del proceso de revisión, el estudio siguió los lineamientos PRISMA 2020 (Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses) (Page et al., 2021). La revisión se llevó a cabo siguiendo las recomendaciones metodológicas propuestas por Snyder (2019) e Iannizzi et al. (2023), combinando un procedimiento estructurado de búsqueda y selección con una síntesis interpretativa de la evidencia teórica y empírica identificada en la literatura.

Bases de datos y estrategia de búsqueda

La búsqueda bibliográfica se realizó entre marzo y mayo de 2025 utilizando las bases de datos Scopus y Web of Science. Estas bases de datos fueron seleccionadas por ser fuentes de investigación arbitrada reconocidas internacionalmente y por ofrecer una amplia cobertura de publicaciones de alta calidad en finanzas, economía, administración y estudios organizacionales.

Considerando que una proporción sustancial de la literatura científica sobre estructura de capital se publica en inglés, las ecuaciones de búsqueda se construyeron principalmente en este idioma utilizando operadores booleanos y criterios de búsqueda aplicados a títulos, resúmenes y palabras clave. No obstante, también se consideraron estudios publicados en español.

Las ecuaciones de búsqueda empleadas fueron las siguientes:

- TITLE-ABS-KEY (“capital structure” AND “trade-off theory” AND SMEs)
- TITLE-ABS-KEY (“capital structure” AND “pecking order theory” AND SMEs)
- TITLE-ABS-KEY (“capital structure” AND “pecking order theory” AND Colombia)
- TITLE-ABS-KEY (“capital structure” AND “trade-off theory” AND Colombia)
- TITLE-ABS-KEY (“capital structure” AND “agency theory” AND SMEs)
- TITLE-ABS-KEY (“capital structure” AND “agency theory” AND Colombia)
- TITLE-ABS-KEY (“psychological empowerment” AND financing decisions)

Adicionalmente, se realizaron búsquedas manuales complementarias a través de referencias cruzadas identificadas en los artículos inicialmente seleccionados, particularmente en estudios seminales y revisiones previas relevantes para el contexto latinoamericano. Debido a que la literatura que vincula directamente el Empoderamiento Psicológico con las decisiones de estructura de capital sigue siendo limitada, se utilizó una ecuación de búsqueda más amplia para identificar estudios que abordaran la autonomía gerencial, la toma de decisiones y los comportamientos relacionados con el financiamiento que pudieran contribuir a comprender las dimensiones conductuales de las decisiones de estructura de capital.

Selección y análisis de los estudios

Para garantizar la consistencia metodológica y la pertinencia temática, se establecieron criterios de inclusión y exclusión conforme a los procedimientos de elegibilidad recomendados por los lineamientos PRISMA 2020 (Iannizzi et al., 2023).

Los criterios de inclusión fueron: (1) artículos científicos publicados en revistas académicas indexadas; (2) estudios teóricos, investigaciones empíricas o revisiones de literatura relacionadas con la estructura de capital; (3) estudios que abordaran al menos una de las cuatro perspectivas teóricas examinadas en esta revisión: la Teoría del Trade-Off, la Teoría del Pecking Order, la Teoría de la Agencia o el Empoderamiento Psicológico; (4) publicaciones escritas en inglés o español; y (5) documentos publicados entre 2000 y 2025.

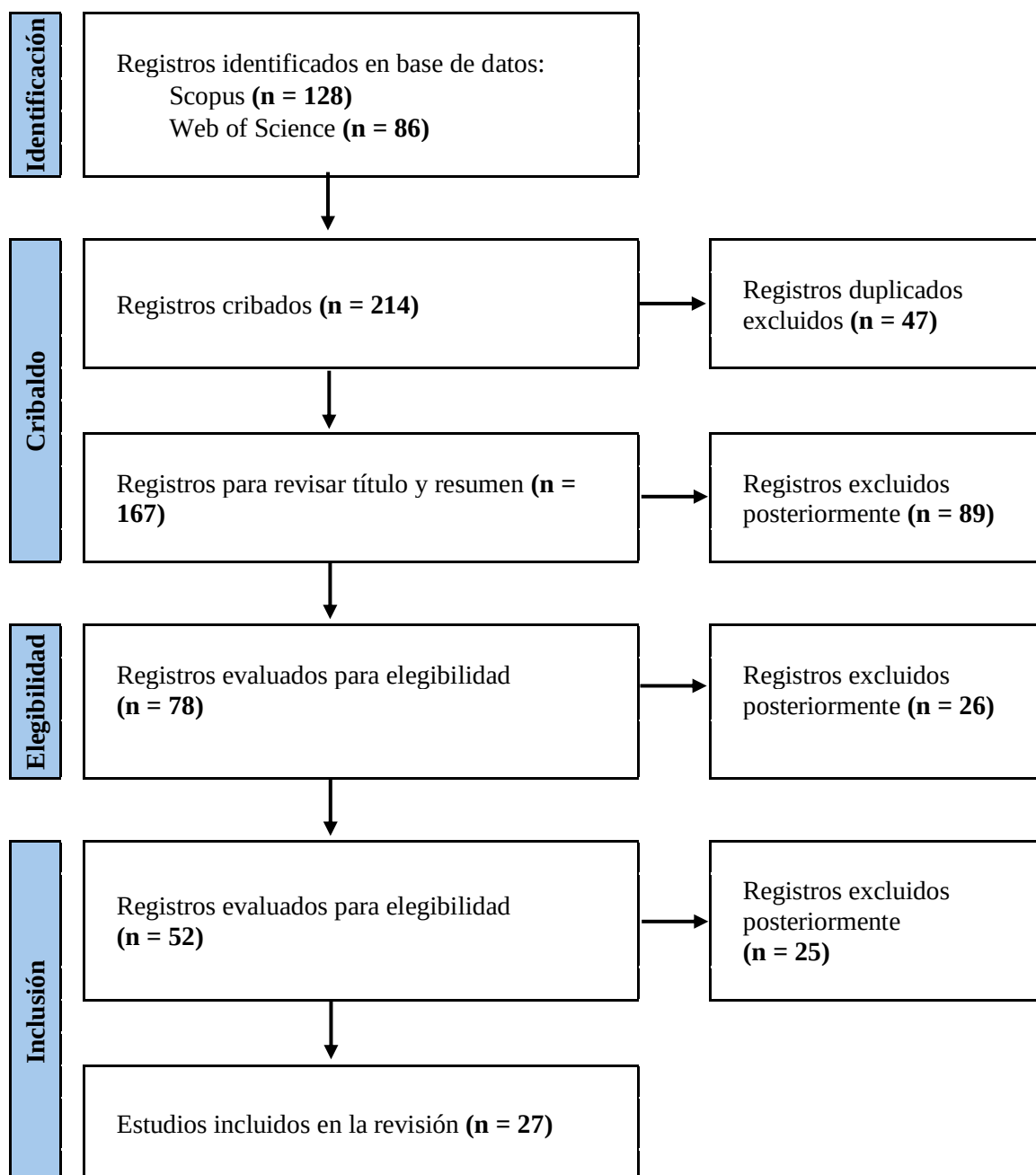
Los criterios de exclusión comprendieron: (1) capítulos de libro, actas de conferencias, tesis y otros documentos académicos no arbitrados; (2) estudios no relacionados con las decisiones de estructura de capital; (3) publicaciones escritas en idiomas distintos al inglés o al español; y (4) estudios publicados fuera del período seleccionado.

El diagrama de flujo PRISMA resume el proceso de selección de los estudios. La búsqueda inicial identificó 214 registros, incluyendo 128 documentos de Scopus y 86 de Web of Science. Tras eliminar 47 registros duplicados, quedaron 167 documentos para la revisión de títulos y resúmenes. Posteriormente, se excluyeron 89 registros por no cumplir con los objetivos o los criterios de elegibilidad de la revisión. Los 78 estudios restantes fueron evaluados mediante análisis de texto completo, lo que resultó en la exclusión de 26 documentos adicionales. En consecuencia, 52 estudios avanzaron a la etapa de inclusión, y tras una evaluación final, 27 documentos cumplieron con todos los criterios de elegibilidad y fueron

retenidos para el análisis detallado. La Figura 1 presenta el diagrama de flujo PRISMA completo.

Figura 1

Diagrama de flujo PRISMA del proceso de selección de estudios.



Fuente: Elaboración propia con base en los lineamientos PRISMA 2020.

La Figura 1 resume el proceso de selección de los estudios siguiendo los lineamientos PRISMA 2020. La búsqueda bibliográfica realizada en Scopus y Web of Science identificó 214 registros, incluyendo 128 documentos de Scopus y 86 de Web of Science. Durante la etapa de cribado, se eliminaron 47 registros duplicados, lo que dio como resultado 167 documentos únicos.

Posteriormente, se revisaron los títulos y resúmenes de los registros restantes de acuerdo con los criterios de inclusión y exclusión establecidos para este estudio. En esta etapa, se excluyeron 89 registros por no abordar las decisiones de estructura de capital, por no relacionarse con las perspectivas teóricas examinadas, o por no alinearse con los objetivos de la revisión. Como resultado, 78 estudios avanzaron a la etapa de elegibilidad.

A continuación, se evaluaron en detalle los textos completos de estos estudios. Durante la evaluación de elegibilidad, se excluyeron 26 documentos debido a su relevancia limitada respecto a las decisiones de estructura de capital, a un desarrollo teórico insuficiente o a la falta de alineación con el alcance de la revisión. Los 52 estudios restantes fueron sometidos a una evaluación final de inclusión, lo que llevó a la exclusión de 25 documentos adicionales debido a la superposición de hallazgos, a una contribución analítica limitada o a una relevancia insuficiente para el contexto colombiano y de economías emergentes. En consecuencia, se retuvieron 27 estudios para el análisis detallado.

La muestra final constituyó la base documental de la revisión. Cada estudio fue examinado sistemáticamente mediante análisis de contenido y análisis temático, siguiendo las recomendaciones de Bowen (2009) y Vaismoradi et al. (2013). Inicialmente, los estudios seleccionados se organizaron según su perspectiva teórica, contexto geográfico, enfoque metodológico y tipo de contribución. Posteriormente, se identificaron patrones recurrentes, convergencias teóricas, diferencias contextuales y vacíos de investigación.

Las categorías analíticas se desarrollaron mediante un proceso de codificación iterativo. Primero, los estudios se clasificaron según su perspectiva teórica principal. Segundo, se identificaron similitudes y diferencias entre los estudios y se agruparon en grupos temáticos más amplios. Finalmente, las categorías se refinaron para capturar tanto la evidencia internacional como la colombiana, así como las dimensiones de gobernanza y conductuales asociadas con las decisiones de estructura de capital.

Este proceso resultó en siete categorías analíticas: (1) Teoría del Trade-Off; (2) Teoría del Pecking Order; (3) Perspectivas comparativas sobre la estructura de capital; (4) Teoría de la Agencia; y (5) Empoderamiento Psicológico. Adicionalmente, el análisis identificó temas emergentes relacionados con restricciones financieras, comportamiento gerencial, asimetrías de información, gobierno corporativo y factores conductuales que influyen en las decisiones de financiamiento.

Este estudio presenta varias limitaciones. Primero, aunque la revisión siguió los lineamientos PRISMA 2020 para garantizar la transparencia y el rigor metodológico, conserva un carácter interpretativo y, por tanto, no incorpora procedimientos estadísticos ni técnicas de síntesis cuantitativa. Segundo, la revisión se restringió a Scopus y Web of Science, lo que pudo haber excluido estudios regionales relevantes no indexados en estas bases de datos. No obstante, se dio prioridad a la calidad académica, la visibilidad y la trazabilidad metodológica de las fuentes seleccionadas. Finalmente, la heterogeneidad conceptual y metodológica de los estudios revisados limita la comparación directa entre los hallazgos empíricos, particularmente en investigaciones realizadas en economías emergentes y contextos organizacionales diversos.

Resultados

La siguiente sección presenta los principales hallazgos de la revisión semisistemática de la literatura. Los resultados se organizan según las cuatro perspectivas teóricas examinadas en este estudio la Teoría del Trade-Off, la Teoría del Pecking Order, la Teoría de la Agencia y el Empoderamiento Psicológico, así como las contribuciones comparativas que conectan distintos enfoques sobre la estructura de capital. El propósito de esta sección es sintetizar la evidencia internacional y colombiana identificada en los estudios seleccionados.

Teoría del Trade-Off

La investigación basada en la Teoría del Trade-Off (TO) se ha centrado en gran medida en identificar el equilibrio entre los beneficios y los costos de la deuda que maximiza el valor de la empresa.

Sabiwalsky (2010) desarrolló un modelo no lineal que muestra que el nivel óptimo de deuda se alcanza cuando el valor presente de los escudos fiscales es igual al costo esperado de insolvencia. El estudio también destaca la importancia del tamaño de la empresa, indicando que las empresas más grandes tienden a sostener niveles de apalancamiento más altos.

De manera similar, Dierker et al. (2019), utilizando datos de más de 82,000 empresas estadounidenses entre 1971 y 2011, encontraron que las empresas tienen mayor probabilidad de emitir capital propio cuando el riesgo percibido aumenta, y de recurrir a la deuda cuando el riesgo disminuye.

En Colombia, Chacón et al. (2007), estudiando 233 pymes de Bucaramanga, reportaron niveles de deuda inferiores a los predichos como óptimos por la teoría. De igual manera, Zambrano y Acuña (2011), analizando Coservicios S.A. E.S.P. entre 2007 y 2011, encontraron que el marco del Pecking Order explicaba las decisiones de financiamiento de manera más efectiva que el modelo del Trade-Off.

Teoría del Pecking Order

La Teoría del Pecking Order (PO) ha sido ampliamente probada en distintos países e industrias.

Chen et al. (2013), utilizando datos de panel de empresas taiwanesas, encontraron apoyo parcial a los supuestos de la teoría PO, particularmente durante periodos de desempeño débil del mercado. Agliardi et al. (2016) reportaron que las empresas tienden a retener utilidades en lugar de buscar financiamiento externo cuando los inversionistas muestran mayor aversión a la incertidumbre.

Se ha reportado evidencia adicional tanto en economías desarrolladas como emergentes. Jiang et al. (2017) observaron menores costos de agencia cuando la propiedad estaba concentrada en un accionista mayoritario no gerencial. Park y Jang (2018) confirmaron el marco PO en empresas restauranteras estadounidenses, mientras que Bhama et al. (2018) encontraron una adherencia más fuerte a las predicciones de la teoría PO entre empresas indias rentables. Se reportaron hallazgos similares en Brasil (Zeidan et al., 2018) y Turquía (Yildirim y Celik, 2021).

En el contexto colombiano, Arévalo et al. (2022) analizaron 1,548 empresas de los sectores de agricultura, transporte, turismo y alimentos entre 2017 y 2020. Sus hallazgos apoyaron el marco PO en agricultura y turismo, pero no en transporte y almacenamiento.

Perspectivas comparativas sobre la estructura del capital

Varios estudios han comparado la capacidad explicativa de diferentes teorías de estructura de capital.

Berlingeri (2005) comparó los marcos del Trade-Off y del Pecking Order y propuso el Modelo de Trade-Off Proactivo (TOP), que incorpora ajustes dinámicos de financiamiento. Frank y Goyal (2008) sintetizaron las contribuciones de Modigliani y Miller, la Teoría del Trade-Off y la Teoría del Pecking Order, enfatizando el papel de la selección adversa y los costos de agencia en las decisiones de financiamiento.

De manera similar, Carvajal et al. (2018) analizaron empresas del sector de alojamiento y alimentos en Ecuador y encontraron que las empresas más pequeñas dependían principalmente del financiamiento interno, mientras que las empresas más grandes hacían un mayor uso del financiamiento mediante deuda.

Teoría de la agencia

La Teoría de la Agencia contribuye a comprender las decisiones de financiamiento mediante el análisis de las relaciones principal-agente y las asimetrías de información.

Samman y Santos (2009) conceptualizaron la agencia como la capacidad de actuar de manera autónoma e influir en los resultados deseados. Partyka (2021) aplicó la teoría a las relaciones de la cadena de suministro, identificando mecanismos de gobernanza que reducen las asimetrías de información. Davis et al. (2021) examinaron la dinámica de agencia en el emprendimiento social, mientras que Van Wijk et al. (2013) analizaron la influencia de factores culturales y de redes. Solomon et al. (2021) vincularon las relaciones de agencia con la motivación emprendedora y la innovación.

En Colombia, Torres et al. (2025) encontraron que las pymes recurren con frecuencia al financiamiento interno y a arreglos de gobernanza basados en la confianza para gestionar sus actividades financieras.

Empoderamiento psicológico y dimensiones conductuales

El Empoderamiento Psicológico (EP) introduce una perspectiva conductual al estudio de las decisiones de financiamiento. Basándose en el trabajo de Thomas y Velthouse (1990) y Spreitzer (1995), esta perspectiva se centra en las percepciones de significado, competencia, autodeterminación e impacto.

Hall (2008) encontró que el empoderamiento mejora el desempeño gerencial cuando los sistemas organizacionales apoyan la autonomía y la claridad de roles. Monje et al. (2021) reportaron efectos positivos del empoderamiento sobre el compromiso laboral, mientras que Ochoa y Coello (2022) destacaron la relación entre empoderamiento, emprendimiento y competencias digitales. De manera similar, Juyumaya (2022) identificó el empoderamiento como un factor motivacional importante entre las mujeres emprendedoras sociales.

Aunque la evidencia empírica que vincula directamente el Empoderamiento Psicológico con las decisiones de estructura de capital sigue siendo limitada, los estudios revisados destacan la relevancia de los factores conductuales y motivacionales en la toma de decisiones gerenciales.

Los hallazgos presentados anteriormente revelan perspectivas distintas pero complementarias sobre las decisiones de estructura de capital. Para facilitar la comparación entre estudios y enfoques teóricos, la Tabla 1 resume la principal evidencia internacional y colombiana identificada en la literatura, destacando las contribuciones e implicaciones principales de cada perspectiva para comprender las decisiones de financiamiento en las pymes.

Tabla 1

Evidencia global y colombiana sobre la estructura de capital

Teoría	Evidencia internacional	Evidencia colombiana	Hallazgos clave / Implicaciones
Teoría del Trade-Off (TO)	Sabiwalsky (2010) identifica el nivel óptimo de deuda cuando el valor presente neto de los escudos fiscales es igual a los costos de insolvencia. Dierker et al. (2019) confirman que las empresas aumentan el capital propio cuando el riesgo se incrementa y la deuda cuando el riesgo disminuye.	Chacón et al. (2007) encuentran que las pymes colombianas mantienen niveles de deuda por debajo del óptimo. Zambrano y Acuña (2013) observan que la teoría TO tiene un poder explicativo limitado en comparación con la teoría PO.	La teoría TO se sostiene conceptualmente, pero está condicionada por el acceso limitado al crédito, el tamaño reducido de las empresas y la aversión al riesgo en las pymes colombianas.
Teoría del Pecking Order (PO)	Chen et al. (2013) y Bhama et al. (2018) muestran que la rentabilidad y las condiciones del mercado determinan la jerarquía de financiamiento; Yildirim y Celik (2021) confirman su validez en distintos niveles de inversión.	Arévalo et al. (2022) validan la teoría PO en los sectores de agricultura y turismo, pero no en transporte y almacenamiento.	La teoría PO explica mejor el comportamiento de financiamiento de las pymes en contextos con asimetrías de información y restricciones de liquidez.
Perspectivas comparativas sobre la estructura de capital	Berlingeri (2005) propone el modelo de "Trade-Off Proactivo" que integra TO y PO. Frank y Goyal (2008) ofrecen una síntesis integral que vincula la selección adversa y los costos de agencia. Carvajal et al. (2018) encuentran que las empresas pequeñas siguen la teoría PO y las grandes la teoría TO.	—	Las empresas pueden combinar comportamientos de ambas teorías, lo que sugiere que las decisiones financieras evolucionan dinámicamente según el tamaño, la rentabilidad y el acceso a los mercados de capital.
Teoría de la Agencia (TA)	Jiang et al. (2017) y Partyka (2021) muestran que la	Las relaciones de agencia en las pymes colombianas suelen	Los costos de agencia y la informalidad en la gobernanza

	concentración de la propiedad reduce los costos de agencia. Davis et al. (2021) y Van Wijk et al. (2013) analizan factores culturales y relacionales que influyen en la dinámica de agencia.	ser informales; Torres et al. (2025) encuentran que las empresas dependen en gran medida de recursos internos y de mecanismos de gobernanza basados en la confianza.	influyen fuertemente en las decisiones de financiamiento, destacando el papel de la estructura de propiedad y la confianza.
Empoderamiento Psicológico (EP)	Spreitzer (1995), Hall (2008), Monje et al. (2021) y Ochoa et al. (2022) vinculan el empoderamiento con la motivación, la autonomía y las competencias digitales.	(Evidencia empírica limitada en Colombia)	La incorporación del EP ofrece una lente conductual para explicar cómo la cognición y la motivación gerencial afectan el comportamiento de financiamiento, lo cual sugiere una oportunidad clave de investigación.

Fuente: Elaboración propia con base en la literatura revisada.

La Tabla 1 ofrece una síntesis comparativa de la evidencia identificada en la revisión e ilustra las distintas contribuciones de la Teoría del Trade-Off, la Teoría del Pecking Order, la Teoría de la Agencia y el Empoderamiento Psicológico para la comprensión de las decisiones de estructura de capital en las pymes colombianas.

Discusión

Los hallazgos de esta revisión confirman que las teorías financieras clásicas siguen siendo útiles para comprender las decisiones de estructura de capital de las empresas, aunque su poder explicativo se vuelve más limitado cuando se aplican a economías emergentes como Colombia. En línea con las proposiciones de Modigliani y Miller (1958; 1963), investigaciones posteriores han enfatizado la importancia de equilibrar deuda y capital propio a través de la Teoría del Trade-Off. Estudios como los de Sabiwalsky (2010) y Dierker et al. (2019) muestran que el tamaño de la empresa, el riesgo y el equilibrio entre los beneficios fiscales y los costos de insolvencia influyen en las decisiones de apalancamiento. Sin embargo, la evidencia colombiana revisada (Chacón et al., 2007; Zambrano y Acuña, 2013) sugiere que las pymes

suelen mantener niveles de deuda inferiores a los predichos por la teoría. Estos hallazgos indican que el acceso al crédito, los costos de financiamiento y las restricciones institucionales pueden limitar la capacidad de las empresas para alcanzar estructuras de capital teóricamente óptimas.

La evidencia también indica que la Teoría del Pecking Order ofrece una explicación importante para las decisiones de financiamiento en las pymes. Los estudios internacionales (Chen et al., 2013; Agliardi et al., 2016; Bhama et al., 2018; Zeidan et al., 2018; Yildirim y Celik, 2021) muestran que las empresas generalmente priorizan el financiamiento interno y recurren a fondos externos solo cuando es necesario. En Colombia, Arévalo et al. (2022) encontraron apoyo al marco del Pecking Order en sectores como agricultura y turismo, aunque la evidencia no fue consistente en todas las industrias. Estos hallazgos sugieren que las preferencias de financiamiento están influenciadas por asimetrías de información, restricciones de liquidez y condiciones específicas de cada sector.

En lugar de funcionar como explicaciones competidoras, la evidencia revisada sugiere que las teorías del Trade-Off y del Pecking Order operan como marcos complementarios. Berlingeri (2005) argumentó que las empresas pueden ajustar su comportamiento de financiamiento de manera dinámica, mientras que Frank y Goyal (2008) enfatizaron que las decisiones de estructura de capital están influenciadas simultáneamente por la selección adversa, los costos de agencia y las preferencias de financiamiento. Asimismo, Carvajal et al. (2018) encontraron que el tamaño de la empresa influye en la importancia relativa del financiamiento interno y de la deuda. En conjunto, estos estudios sugieren que las pymes colombianas combinan elementos de ambas teorías, equilibrando la cautela financiera con la necesidad de asegurar recursos para el crecimiento.

La Teoría de la Agencia enriquece aún más el análisis al destacar el papel de las estructuras de gobernanza, la concentración de la propiedad y las asimetrías de información en las decisiones de financiamiento. Los estudios de Jiang et al. (2017), Partyka (2021), Davis et al. (2021), Van Wijk et al. (2013) y Solomon et al. (2021) demuestran que las relaciones de agencia influyen en el comportamiento organizacional a través de mecanismos de monitoreo, incentivos y arreglos de gobernanza. En el contexto colombiano, Torres et al. (2025) encontraron que las pymes recurren con frecuencia al financiamiento interno y a estructuras de gobernanza basadas en la confianza para gestionar sus actividades financieras. Si bien estos

arreglos pueden reducir los costos de monitoreo, también pueden limitar el acceso al financiamiento externo al reducir la transparencia y los mecanismos formales de rendición de cuentas.

La incorporación del Empoderamiento Psicológico amplía el análisis al introducir una perspectiva conductual a las decisiones de estructura de capital. Basándose en el trabajo de Thomas y Velthouse (1990) y Spreitzer (1995), el empoderamiento enfatiza la importancia de la competencia, la autodeterminación, el significado y el impacto en la toma de decisiones gerenciales. La evidencia empírica proporcionada por Hall (2008), Monje et al. (2021), Ochoa y Coello (2022) y Juyumaya (2022) sugiere que los gerentes empoderados exhiben mayor confianza, adaptabilidad y disposición a emprender iniciativas estratégicas. Aunque la evidencia empírica directa que vincula el Empoderamiento Psicológico con la estructura de capital sigue siendo limitada, particularmente en Colombia, la literatura revisada sugiere que la autonomía gerencial y los factores conductuales pueden influir en las actitudes hacia la deuda, la toma de riesgos y las decisiones de financiamiento.

En conjunto, los hallazgos respaldan una comprensión multidimensional de las decisiones de estructura de capital en las pymes colombianas. La Teoría del Trade-Off y la Teoría del Pecking Order explican la lógica financiera subyacente a las decisiones de financiamiento; la Teoría de la Agencia aporta luces sobre las estructuras de gobernanza, las relaciones de propiedad y las asimetrías de información; y el Empoderamiento Psicológico destaca la influencia de la cognición y el comportamiento gerencial. En consecuencia, las decisiones de estructura de capital parecen estar configuradas no solo por la optimización económica, sino también por las características organizacionales, los arreglos de gobernanza y los factores conductuales que operan dentro del contexto institucional de una economía emergente.

Finalmente, la revisión identifica importantes oportunidades para investigaciones futuras. La evidencia empírica limitada que conecta el Empoderamiento Psicológico con las decisiones de financiamiento destaca la necesidad de estudios adicionales que examinen la interacción entre factores financieros, de gobernanza y conductuales en las pymes. Investigaciones futuras también podrían explorar cómo las características gerenciales, las estructuras de propiedad, las capacidades digitales y las condiciones institucionales influyen en las decisiones de estructura de capital en diferentes sectores y contextos de economías emergentes.

Conclusiones

Este estudio analizó cómo la Teoría del Trade-Off, la Teoría del Pecking Order, la Teoría de la Agencia y el Empoderamiento Psicológico contribuyen a explicar las decisiones de estructura de capital en las pymes colombianas. Los hallazgos indican que ninguna perspectiva teórica por sí sola explica plenamente el comportamiento de financiamiento en este contexto. Más bien, las decisiones de estructura de capital se comprenden mejor como el resultado de la interacción entre consideraciones financieras, mecanismos de gobernanza y factores conductuales gerenciales. Si bien la Teoría del Trade-Off destaca el equilibrio entre los beneficios y los costos de la deuda, y la Teoría del Pecking Order explica la preferencia de las empresas por el financiamiento interno bajo condiciones de asimetría de información, ambas perspectivas están condicionadas por las realidades institucionales y financieras que enfrentan las pymes colombianas.

La revisión demuestra además que las dimensiones de gobernanza y conductuales desempeñan un papel significativo en la configuración de las decisiones de financiamiento. La Teoría de la Agencia contribuye a comprender la influencia de las estructuras de propiedad, las relaciones basadas en la confianza y las asimetrías de información, mientras que el Empoderamiento Psicológico destaca el papel de la autonomía gerencial, la competencia y la autodeterminación en el comportamiento de financiamiento. Juntas, estas perspectivas ofrecen una explicación más completa de cómo las pymes adaptan sus estrategias de financiamiento a las oportunidades y restricciones de las economías emergentes.

La principal contribución de este estudio es el desarrollo de una perspectiva multidimensional que combina dimensiones financieras, de gobernanza y conductuales para explicar las decisiones de estructura de capital en las pymes colombianas. Esta perspectiva amplía las explicaciones financieras tradicionales al mostrar que las decisiones de financiamiento no están determinadas exclusivamente por criterios de optimización económica, sino también por características organizacionales, percepciones gerenciales y condiciones institucionales. En consecuencia, el estudio contribuye a la literatura al ofrecer un marco más amplio para comprender las decisiones de estructura de capital en economías emergentes.

Desde una perspectiva práctica, los hallazgos sugieren que mejorar el acceso al crédito formal, fortalecer las prácticas de gobernanza y promover el empoderamiento gerencial pueden contribuir a decisiones de financiamiento más sostenibles entre las pymes. Estas acciones pueden mejorar la capacidad de las empresas para equilibrar las oportunidades de crecimiento con la estabilidad financiera, al tiempo que aumentan su capacidad de respuesta ante condiciones económicas cambiantes.

Este estudio está sujeto a varias limitaciones. La revisión se restringió a publicaciones indexadas en Scopus y Web of Science y refleja la diversidad conceptual y metodológica de la literatura disponible. Además, la evidencia empírica que vincula el Empoderamiento Psicológico con la estructura de capital sigue siendo limitada, particularmente en el contexto colombiano.

Investigaciones futuras deberían examinar empíricamente la interacción entre factores financieros, de gobernanza y conductuales en las decisiones de financiamiento de las pymes. Debería prestarse particular atención al papel de las características gerenciales, las estructuras de propiedad, las capacidades digitales y las condiciones institucionales en la configuración de las decisiones de estructura de capital en economías emergentes. Estudios adicionales también podrían evaluar cómo las políticas públicas y las prácticas organizacionales influyen en el acceso de las empresas al financiamiento externo y en su sostenibilidad financiera a largo plazo.

Consideraciones éticas

Este estudio se basa exclusivamente en la revisión de literatura científica publicada y no involucra participantes humanos, animales ni datos personales. Se observaron los principios de integridad académica mediante la correcta citación y el reconocimiento de todas las fuentes consultadas.

Conflicto de interés

Los autores declaran no tener ningún conflicto de interés.

Declaración de contribución de los autores

Zuray Melgarejo Molina: Investigación, conceptualización, redacción, borrador original, revisión y edición del texto.

Mayda Alejandra Calderón Díaz: Investigación, conceptualización, metodología, redacción, borrador original, revisión y edición del texto.

Felipe Alejandro Torres Castro: Investigación, conceptualización, metodología, análisis formal.

Fuente de financiación

Esta investigación no recibió financiación externa y se llevó a cabo utilizando recursos propios de los autores.

Referencias

- (1) Agliardi, E., Agliardi, R. & Spanjers, W. (2016). Corporate financing decisions under ambiguity: Pecking order and liquidity policy implications. *Journal of Business Research*, 69, 6012-6020. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbusres.2016.05.016>
- (2) Arévalo, G., Zambrano, S. y Vásquez, A. (2022). Teoría del Pecking Order para el análisis de la estructura de capital: aplicación en tres sectores de la economía colombiana. *Revista Finanzas y Política Económica*, 14(1), 99-129. <https://revfinypolecon.ucatolica.edu.co/article/view/4295>
- (3) Berlingeri, H. (2005). ¿Trade Off o Pecking Order? una investigación sobre las decisiones de financiamiento. *Poliantea*, 2(3), 119-139. <https://dialnet.unirioja.es/ejemplar/372770>
- (4) Bhama, V., Jain, P. & Yadav, S. (2018). Relationship between the pecking order theory and firm's age: Empirical evidences from India. *IIMB Management Review*, 30(1), 104-114. <https://doi.org/10.1016/j.iimb.2018.01.003>
- (5) Bowen, G. A. (2009). Document analysis as a qualitative research method. *Qualitative Research Journal*, 9(2), 27–40. <https://doi.org/10.3316/QRJ0902027>

- (6) Carvajal, A., Michilena, C. y Acuña, G. (2018). Decisiones de financiamiento en empresas del sector de alojamiento y servicios de comida: Trade Off vs. Pecking Order. *Revista Killkana Sociales*, 2(4), 21-32. <https://doi.org/10.26871/killkanasocial.v2i4.96>
- (7) Chacón, O. P., Arroyo, Y. E. y Villalba, M. L. (2007). Teoría del trade-off para la definición de la estructura de financiación de las pyme's de Bucaramanga. *Revista UIS Ingenierías*, 6(2), 9–18. <https://revistas.uis.edu.co/index.php/revistauisingenierias/article/view/402>
- (8) Chen, D., Chen, C., Chen, J. & Huang, Y. (2013). Panel data analyses of the pecking order theory and the market timing theory of capital structure in Taiwan. *International Review of Economics and Finance*, 27, 1-13. <http://dx.doi.org/10.1016/j.iref.2012.09.011>
- (9) Davis, P. E., Bendickson, J. S., Muldoon, J. & McDowell, W. C. (2021). Agency theory utility and social entrepreneurship: issues of identity and role conflict. *Review of Managerial Science*, 15, 2299–2318. <https://doi.org/10.1007/s11846-020-00423-y>
- (10) Dierker, M., Lee, I. & Won, S. (2019). Risk changes and external financing activities: Tests of the dynamic trade-off theory of capital structure. *Journal of Empirical Finance*, 52, 178-200. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2019.03.004>
- (11) Frank, M. & Goyal, V. (2008). *Trade-off and Pecking Order Theories of Debt*. Handbook of Empirical Corporate Finance. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=670543
- (12) Hall, M. (2008). The effect of comprehensive performance measurement systems on role clarity, psychological empowerment and managerial performance. *Accounting, Organizations and Society*, 33(2-3), 141-163. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2007.02.004>
- (13) Iannizzi, C., Akl, E. A., Anslinger, E., Weibel, S., Kahale, L. A., Aminat, A. M., Piechotta, V. & Skoetz, N. (2023). Methods and guidance on conducting, reporting, publishing, and appraising living systematic reviews: a scoping review. *Systematic Reviews*, 12(1), 238. <https://doi.org/10.1186/s13643-023-02396-x>
- (14) Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- (15) Jiang, F., Kim, K., Nofsinger, J. & Zhu, B. (2017). A pecking order of shareholder structure. *Journal of Corporate Finance*, 44, 1-14. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.03.002>

- (16) Juyumaya, J. (2022). How psychological empowerment impacts task performance: the mediation role of work engagement and moderating role of age. *Front. Psychol*, 13, 889936. <https://doi.org/10.3389/fpsyg.2022.889936>
- (17) 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. <http://www.jstor.org/stable/1809766>
- (18) Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443. <http://www.jstor.org/stable/1809167>
- (19) Monje, A., Xanthopoulou, D., Calvo, N. & Abeal, J.P. (2021). Structural empowerment, psychological empowerment, and work engagement: a cross-country study. *European Management Journal*, 39(6), 779-789. <https://doi.org/10.1016/j.emj.2021.01.005>
- (20) Myers, S. & Majluf, N. (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/10.1016/0304-405X\(84\)90023-0](https://doi.org/10.1016/0304-405X(84)90023-0)
- (21) OCDE. y CEPAL. (2012). Capítulo 2. Caracterización y políticas de pymes en América Latina. In *Perspectivas económicas de América Latina 2013: políticas de pymes para el cambio estructural* (pp. 45-70). OCDE. <https://www.cepal.org/es/publicaciones/1463-perspectivas-economicas-america-latina-2013-politicas-pymes-cambio-estructural>
- (22) Ochoa, P. & Coello, D. (2022). Does psychological empowerment mediate the relationship between digital competencies and job performance? *Computers in Human Behavior*, 140, 107575. <https://doi.org/10.1016/j.chb.2022.107575>
- (23) Page, M. J., McKenzie, J. E., Bossuyt, P. M., Boutron, I., Hoffmann, T. C., Mulrow, C. D., Shamseer, L., Tetzlaff, J. M., Akl, E. A., Brennan, S. E., Chou, R., Glanville, J., Grimshaw, J. M., Hróbjartsson, A., Lalu, M. M., Li, T., Loder, E. W., Mayo-Wilson, E., McDonald, S., ... Moher, D. (2021). The PRISMA 2020 statement: An updated guideline for reporting systematic reviews. *BMJ*, 372. (71). <https://doi.org/10.1136/bmj.n71>
- (24) Park, K. & Jang, S. (2018). Pecking order puzzle: Restaurant firms' unique financing behaviors. *International Journal of Hospitality Management*, 70, 99-109. <https://doi.org/10.1016/j.ijhm.2017.10.014>
- (25) Partyka, R. B. (2021). Supply chain management: an integrative review from the agency theory perspective. *Revista de Gestão*, 29(2), 175-198. <https://doi.org/10.1108/REGE-04-2021-0058>

-
- (26) Sabiwalsky, R. (2010). Nonlinear modelling of target leverage with latent determinant variables - new evidence on the trade-off theory. *Review of Financial Economics*, 19(4), 137-150. <https://doi.org/10.1016/j.rfe.2010.06.001>
- (27) Samman, E. & Santos, M.E. (2009). *Agency and empowerment: A review of concepts, indicators and empirical evidence*. University of Oxford. <https://ophi.org.uk/publication/RP-10a>
- (28) Shyam, L. & Myers, S. (1994). *Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure*. *NBER Working Paper Series*. National Bureau of Economic Research. Cambridge. <https://econpapers.repec.org/paper/nbrnberwo/4722.htm>
- (29) Snyder, H. (2019). Literature review as a research methodology: an overview and guidelines. *Journal of Business Research*, 104, 333–339. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2019.07.039>
- (30) Solomon, S., Bendickson, J. S., Marvel, M. R., McDowell, W. C. & Mahto, R. (2021). Agency theory and entrepreneurship: a cross-country analysis. *Journal of Business Research*, 122, 466-476. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.09.003>
- (31) Spreitzer, G. M. (1995). Psychological empowerment in the workplace: Dimensions, measurement, and validation. *Academy of Management Journal*, 38(5), 1442-1465. <https://doi.org/10.2307/256865>
- (32) Thomas, K. W. & Velthouse, B. A. (1990). Cognitive elements of empowerment: An “interpretive” model of intrinsic task motivation. *Academy of Management Review*, 15 (4), 666–681. <https://doi.org/10.5465/amr.1990.4310926>
- (33) Torres, F. A., Calderón, M. A. y Melgarejo, Z. A. (2025). Costo de capital y rentabilidad de los activos de las micro, pequeñas y medianas empresas comerciales (MIPYMES) en Bogotá. *Revista UIS Ingenierías*, 24(1), 21–36. <https://doi.org/10.18273/revuin.v24n1-2025003>
- (34) Vaismoradi, M., Turunen, H. & Bondas, T. (2013). Content analysis and thematic analysis: Implications for conducting a qualitative descriptive study. *Nursing & Health Sciences*, 15(3), 398–405. <https://doi.org/10.1111/nhs.12048>
- (35) Van Wijk, J., Stam, W., Elfring, T., Zietsma, C. & den Hond, F. (2013). Activists and incumbents structuring change: The interplay of agency, culture, and networks in field evolution. *Academy of Management Journal*, 56(2), 358–386. <https://doi.org/10.5465/amj.2008.0355>
-

- (36) Vera, M. & Mora, E. (2013). Líneas de investigación en micro, pequeñas y medianas empresas. Revisión documental y desarrollo en Colombia. *Tendencias*, 12(1), 213–226. <https://revistas.udenar.edu.co/index.php/rtend/article/view/544>
- (37) Yildirim, D. & Çelik, A. (2021). Testing the pecking order theory of capital structure: Evidence from Turkey using panel quantile regression approach. *Borsa Istanbul Review*, 21(4), 317-331. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2020.11.002>
- (38) Zambrano, S. y Acuña, G. (2011). Estructura de capital. Evolución teórica. *Criterio Libre*, 9(15), 81-102. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3815888>
- (39) Zambrano, S. y Acuña, G. (2013). Teoría del Pecking Order versus teoría del Trade off para la empresa Coservicios S.A. E.S.P. *Apuntes del CENES*, 32(56), 205-236. <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=4737594>
- (40) Zeidan, R., Galil, K. & Shapir, O. (2018). Do ultimate owners follow the pecking order theory? *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 67, 45-50. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.04.008>