

---

UN ESTUDIO DE LOS DETERMINANTES  
DE LA DECISIÓN DE FINANCIACIÓN A  
GRAN ESCALA: EL CASO DE LOS PAÍSES  
DE LA ALIANZA DEL PACÍFICO

A study of determinants of  
large-scale funding decisions:  
The case of the Pacific  
Alliance countries

Sandra Patricia Henao R., Mario Alberto  
Mosquera Valencia y Judith Vergara Garavito

---

## Research Article

# UN ESTUDIO DE LOS DETERMINANTES DE LA DECISIÓN DE FINANCIACIÓN A GRAN ESCALA: EL CASO DE LOS PAÍSES DE LA ALIANZA DEL PACÍFICO

## A study of determinants of large-scale funding decisions: The case of the Pacific Alliance countries.

Sandra Patricia Henao R.<sup>a</sup>, Mario Alberto Mosquera Valencia<sup>b</sup>, Judith Vergara Garavito<sup>c</sup>

**Palabras claves:** Bonos, Créditos sindicados, Mercado de valores, Alianza del Pacífico.

**Keywords:** Bonds, Syndicated Loan, Emerging Markets, Pacific Alliance.

**Código IEL:** C25; G21

**Received:** 30/04/2021

**Accepted:** 05/04/2022

**Published:** 06/12/2022

## Resumen

En los mercados existen dos formas de financiación a gran escala: emisión de deuda y créditos sindicados; los últimos han presentado un crecimiento importante en épocas recientes. Utilizando datos de Bloomberg, se investigaron los determinantes en la decisión de financiación entre una alternativa y otra, de 54 empresas que conforman la Alianza del Pacífico. Mediante modelos panel, con mínimos cuadrados ordinarios y un modelo *probit* con efectos aleatorios, se encontró que factores como el monto del crédito, el sector, la rentabilidad y el tamaño de las firmas juegan un papel importante en la decisión de tomar créditos sindicados. Conocer los determinantes en esta decisión es importante, pues permite a la administración de las firmas establecer cuáles aspectos deben considerar en el momento de decidir la alternativa de financiación. Este estudio constituye una primera aproximación al análisis del mercado de los créditos sindicados en los países emergentes de América Latina.

## Abstract

There are two forms of large-scale funding in the markets: bond issuance and syndicated loans. The latter have shown significant growth in recent times. Using data from Bloomberg, the determinants to decide whether getting funding from one alternative or another among 54 companies of the Pacific Alliance were investigated. Using Panel Data Models with ordinary least squares and a Probit model with random effects, it was found that factors such as the amount

a. Sandra Patricia Henao Rodríguez. Mg, Coordinadora de Planeación y Estructuración, Constructora Meléndez S.A., Colombia. Email: sphenaor@eafit.edu.co.  
ORCID: [0000-0002-1110-5751](https://orcid.org/0000-0002-1110-5751)

b. Mario Alberto Mosquera Valencia. Mg, Director de Gestión de Negocios Fiduciarios, Alianza Fiduciaria S.A., Colombia. Email: mamosquerv@eafit.edu.co.  
ORCID: [0000-0002-0875-9981](https://orcid.org/0000-0002-0875-9981)

c. Judith Vergara Garavito. Ph.D. Profesora. Escuela de Finanzas, Economía y Gobierno. Universidad EAFIT, Colombia. Email: jvergar8@eafit.edu.co.  
ORCID: [0000-0002-7466-944X](https://orcid.org/0000-0002-7466-944X)

of credit, the sector, profitability, and the size of the firms play a significant role in the decision to get syndicated loans. Knowing the determinants to make a decision on funding is important since it allows the firm's management to know which aspects they should consider when deciding which alternative they'd choose to finance themselves and their implications. This study constitutes a first approximation to the analysis of the syndicated loan market in the Latin America emerging countries.

## 1. Introducción

Las últimas décadas han estado marcadas por una evolución permanente en la forma de hacer negocios, lo cual ha llevado a las organizaciones a invertir en procesos de innovación de sus productos y servicios, así como a la expansión e incursión en nuevos mercados. Estas actividades de inversión no son ajenas a los gobiernos de diferentes países, quienes se ven en la necesidad de adelantar proyectos sociales, megaproyectos y obras de infraestructura. Esta necesidad de inversión lleva a los diferentes agentes económicos a la búsqueda de fuentes para financiar esta clase de proyectos, de ahí que la deuda es la mayor fuente de financiamiento externo para grandes corporaciones ([Altunbaş, Kara y Marques-Ibanez, 2010](#)).

Por ello, dentro de las múltiples alternativas con las que cuentan las compañías y los gobiernos para obtener recursos a gran escala se encuentran las emisiones de deuda, cuyos beneficios, costos y determinantes han sido ampliamente estudiados en la literatura ([Altunbaş et al., 2010](#)). No obstante, existe un mercado menos explorado pero que, en los últimos años, ha presentado una evolución importante: los créditos sindicados, los cuales surgen como la principal alternativa al endeudamiento a través del mercado de valores.

En la mayoría de los países, los préstamos sindicados se han convertido, cada vez más, en la opción de financiación empresarial para las firmas grandes y medianas ([De las Mercedes y Hernández, 2014](#)). El crédito sindicado tiene ventajas para los prestamistas al reducir los costos de supervisión al prestatario. A su vez, para el prestatario tiene ventajas frente a la emisión de deuda, tales como la facilidad de obtener grandes sumas de dinero, menores costos de administración, menores requisitos de revelación de información, entre otros ([Hale, 2007; Eichengreen y Mody, 2000; De las Mercedes y Hernández, 2014](#)). Esto podría denotar que, a pesar de la poca difusión que existe sobre estos, los créditos sindicados constituyen una fuente de financiamiento importante y sujeta a unas volatilidades distintas a las que están expuestas las emisiones de deuda.

Dado lo anterior, se hace necesario analizar cuál ha sido la evolución de los créditos sindicados frente a las emisiones de deuda, en la última década. El ejercicio de revisión de literatura permitió identificar que los determinantes que inciden en la decisión de emitir deuda o de tomar un crédito sindicado en el contexto de mercados emergentes ha sido poco estudiado. Encontramos, por ejemplo, el trabajo realizado por [Godlewski y Weill \(2008\)](#), en el cual los autores abordan el estudio de los créditos sindicados en 50 países emergentes, para buscar los determinantes que llevan a los bancos en estos países a optar por la sindicación de los préstamos. Sin embargo, los autores usan datos hasta el año 2006, mucho antes de la crisis de deuda de 2008.

Más cercano al anterior trabajo de investigación, es el artículo desarrollado por [Altunbaş et al. \(2010\)](#), en el cual los autores identificaron los determinantes que llevaban a una compañía europea a financiarse a través de créditos sindicados, emisiones de bonos o ambos; encontrando que las emisiones de deuda

son preferidas por compañías con un mayor endeudamiento en el corto plazo, pero percibidas por el mercado con potencial de crecimiento. Los créditos sindicados, por su parte, fue la opción elegida por grandes empresas con altos niveles de apalancamiento y altos valores de liquidación, entendiéndose este último como una representación mediante el uso de la relación de activos fijos sobre activos totales ([Altunbas et al, 2010](#)). De acuerdo con [Alexandre, Bouaiss y Refait-Alexandre \(2014\)](#), quienes también abordaron el tema de los créditos sindicados pero con un enfoque enmarcado en el período siguiente a la crisis de 2008, la existencia de una relación deudor-banco en Estados Unidos, Canadá y Europa, previa a la crisis, mejoraba para los primeros las condiciones al momento de obtener un crédito sindicado respecto de aquellos que no lo habían hecho.

Si bien la literatura estudiada aborda el tema de los créditos sindicados mayoritariamente en el contexto de economías desarrolladas, como Estados Unidos y Europa, pocos estudios lo hacen para mercados emergentes. Es importante encontrar los determinantes que llevan a las empresas de los países que conforman la Alianza del Pacífico a financiarse mediante créditos sindicados, en contraste con la decisión de realizar una emisión de deuda. Esto permitirá identificar qué variables o aspectos determinan la decisión de las firmas para financiarse a través de créditos sindicados a la hora de tomar decisiones para la obtención de recursos.

El trabajo se organiza de la siguiente manera: en la sección dos se presenta la revisión de literatura, así como una caracterización de la Alianza del Pacífico y los países que la conforman. En la tercera sección se detallan la metodología, la muestra, las variables utilizadas, las hipótesis y la técnica analítica empleada. Posteriormente, en la sección cuatro, se presentan los resultados. Por último, las conclusiones y recomendaciones.

## 2. Revisión de literatura

### 2.1 La Alianza del Pacífico

En abril de 2011, en Lima (Perú), se sentaron las bases para la conformación de la Alianza del Pacífico, por iniciativa del entonces presidente peruano Alan García Pérez, quien sostuvo en su fundación que “esta no es una integración romántica, una integración poética, es una integración realista ante el mundo y hacia el mundo ([Diario La República, 2014](#))”, destacando la perspectiva pragmática, que consiste en la aceptación de las fuerzas de mercado como ordenadoras del orden social y los procesos de integración, y la aceptación del lugar asignado a la región en el Orden Mundial. Este cambio en la región se vislumbra en un nuevo contexto geopolítico mundial ([Merino, 2017](#) [Narodowski y Merino, 2015](#)).

La Alianza del Pacífico se formó como una iniciativa para conformar una integración entre Colombia, Perú, Chile y México. Estos cuatro países, con un enfoque macroeconómico similar, unieron sus fuerzas buscando avanzar hacia la libre circulación de bienes, servicios, capitales y personas. De acuerdo con [Peyrani y Geffner \(2013\)](#),

La Alianza del Pacífico se presenta a sí misma como un grupo de países estables que respetan la democracia y el estado de derecho y que por lo tanto ofrecen oportunidades de inversión mucho más atractivas que otros países de la región y sostienen que con el libre comercio pueden lograr mayor competitividad para sus economías y así mejorar la calidad de vida de su población. (p. 7)

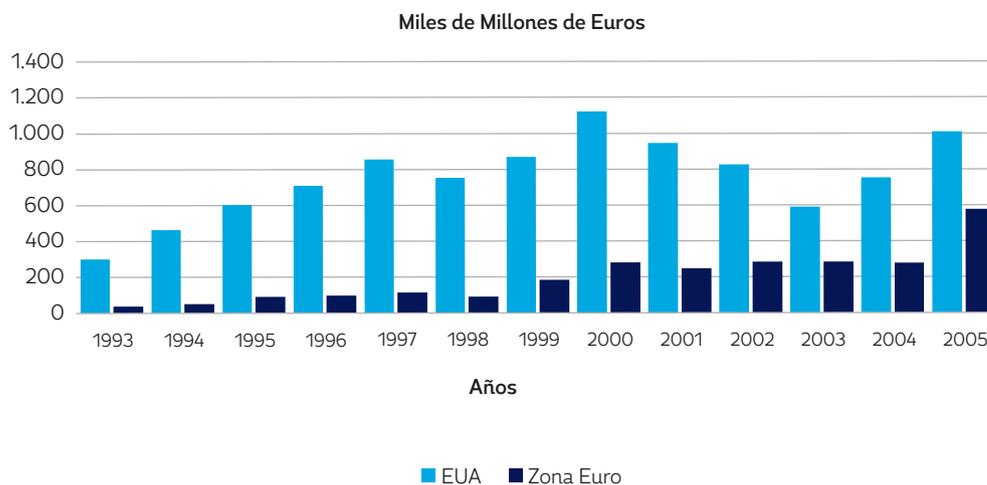
El sitio oficial de la Alianza del Pacífico presenta los siguientes datos: i) la Alianza del Pacífico constituye la octava potencia económica y la octava potencia exportadora a nivel mundial; ii) en América Latina y el Caribe, el bloque representa el 37 % del PIB, concentra 52 % del comercio total y atrae el 45 % de la inversión extranjera directa; iii) los cuatro países concentran una población de 225 millones de personas y cuentan con un PIB per cápita promedio de USD 18 000 (en términos de paridad de poder adquisitivo), y iv) la población es en su mayoría joven y constituye una fuerza de trabajo calificado, así como un mercado atractivo con poder adquisitivo en constante crecimiento ([Alianza del Pacífico, 2019](#)).

## 2.2 Créditos sindicados

Los primeros créditos sindicados datan de la década de los setenta, y por medio de estos se canalizaron recursos hacia varios países considerados emergentes, de África, Asia y Latinoamérica ([Altunbaş et al., 2010](#)). Inicialmente, fueron manejados como créditos soberanos, pero debido al impago que presentaron países como México, Brasil, Venezuela, Argentina y Filipinas, este mercado colapsó ([Martín y Téllez, 2011](#)).

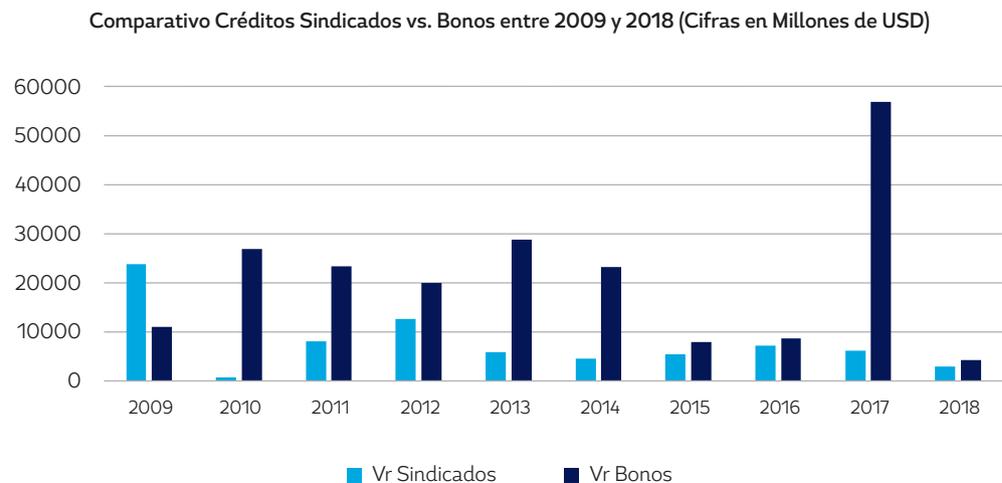
En Europa, con la llegada del euro como moneda única, en 1999, los créditos sindicados experimentaron un fuerte auge ([Martín y Téllez, 2011](#)). Tal como se observa en la [Figura 1](#), mientras en la década de los noventa el mercado de créditos sindicados representaba el 10 % del mercado norteamericano, para mediados de la primera década del siglo XXI este mercado llegó a representar el 55 % del mismo ([Altunbaş et al., 2010](#)).

**Figura 1. Evolución de los créditos sindicados en Estados Unidos y Europa**



Fuente: Altunbaş et al. (2010, p. 439).

**Figura 2. Evolución de los créditos sindicados en los países de la Alianza del Pacífico**



Fuente: Elaboración propia

Dentro de las razones que llevan a una empresa o gobierno a financiarse a través de créditos sindicados, se encuentra el hecho de poder acceder a grandes cantidades de dinero que solo pocas alternativas en el mercado de capitales moderno pueden ofrecer. Autores como [Altunbaş et al \(2010\)](#) desarrollaron un modelo econométrico para evaluar qué lleva a una empresa a escoger entre una alternativa de financiación y otra, encontrando que aspectos como el tamaño de la firma, su apalancamiento financiero, y la rentabilidad y la tangibilidad de sus activos son determinantes al momento de la decisión. Así, por ejemplo, las empresas que optan por financiarse a través de emisiones de deuda (bonos) manejan un elevado endeudamiento en el corto plazo, pero también presentan mayores oportunidades de crecimiento; por otro lado, las firmas más grandes, más rentables, más apalancadas y con un alto nivel de activos fijos prefieren financiarse a través de créditos sindicados.

La asimetría de la información y los problemas de agencia también son aspectos que juegan un papel importante al determinar cuál alternativa de financiación tomarán las empresas. [Adamuz, Hernández y Otero \(2015\)](#) coinciden en que las empresas con estos problemas se financiarán a través de créditos sindicados, pues, al haber un número reducido de acreedores (bancos), estos ejercen mejor el monitoreo de la firma que si existiese un número plural de prestamistas. Además, durante la negociación, los bancos pueden incluir cláusulas que ayuden a reducir el riesgo moral del deudor. Otro aspecto que tienen en cuenta las firmas al momento de escoger entre un crédito sindicado y recurrir al mercado de capitales es la facilidad con la que puedan llevar a cabo la reestructuración de la deuda o modificar los términos inicialmente pactados. La renegociación y liquidación de la operación, sea de un crédito o de una emisión, hace referencia al hecho de que es más sencillo renegociar o liquidar una facilidad de financiación con unos pocos bancos que con centenares o miles de inversores ([Martín y Téllez, 2011](#))

Los prestamistas también tienen diversos incentivos para recurrir a la colocación de créditos sindicados, toda vez que les permiten diversificar sus portafolios y así evitar la excesiva exposición a un solo deudor. Por otra parte, los deudores también obtienen ventajas de la sindicación de un crédito, tales como la capacidad de organizar acuerdos transfronterizos, restricciones de la negociación con un banco, uniformidad en los términos y condiciones, precios más competitivos (que resultan en *spreads*

más bajos), adopción de una estructura de capital más flexible, logro de mayores montos comparados con la financiación pública, aumento de la velocidad y discreción al concertar el trato (Godlewski y Weill, 2008). Para efectos del presente estudio, los instrumentos de deuda considerados son todos aquellos emitidos por empresas y gobiernos en un mercado primario a través de una bolsa de valores (bonos/ TES, para el caso colombiano, y sus equivalentes para los demás países objeto de este estudio). Esto bajo el entendimiento de que estos instrumentos presentan características comunes en los cuatro mercados estudiados y que, además, son transados en un mercado secundario a través del mismo mercado bursátil.

De acuerdo a lo anterior, es posible colegir que las operaciones de crédito sindicado son una fuente importante de financiación para las firmas. De hecho, en mercados desarrollados como el de la Unión Europea, representan una tercera parte de la financiación de deuda y patrimonio (Altunbaş et al., 2010). Dada su relevancia, por medio del presente estudio se aborda el análisis de los aspectos que son determinantes en la decisión de financiación de las empresas listadas que conforman la Alianza del Pacífico, puesto que para este importante bloque económico de la región latinoamericana no se han realizado estudios previos que consideren datos de transacciones recientes.

### 3. Metodología

En esta sección se presenta lo referente a las fuentes de información, el tamaño de la muestra y la definición de las variables.

#### 3.1 Análisis y selección de datos

Para desarrollar el estudio propuesto, se tomó la información de las emisiones de bonos y las colocaciones de créditos para los cuatro países que conforman la Alianza del Pacífico, entre los años 2009 y 2018, con una frecuencia anual. Esta muestra de países constituye la octava potencia económica y exportadora a nivel mundial (Alianza del Pacífico, 2019). La Tabla 1 muestra información macroeconómica sobre la Alianza del Pacífico, donde las cifras evidencian que la población de los países que la conforman, representa el 35 % de la población total de América Latina y el Caribe. Asimismo, en el año 2018, los créditos sindicados de este bloque representaron el 64 % del total de América Latina y el Caribe, con un total de USD 38 772 millones.

**Tabla 1. Datos clave de los países que conforman la Alianza del Pacífico**

País	PIB 2018 (precios actuales en millones USD)	Población total 2018	Monto créditos sindicados 2018 (millones USD)	Inflación 2018 (% anual)
Chile	298 258	18 729 160	11 263	2,6
Colombia	333 569	49 648 685	3657	3,2
México	1 220 699	126 190 788	19 303	4,8
Perú	222 045	31 989 256	4549	2,2
<b>Total Alianza del Pacífico</b>	<b>2 074 571</b>	<b>226 557 889</b>	<b>38 772</b>	
<b>América Latina y el Caribe</b>	<b>5 816 095</b>	<b>640 454 810</b>	<b>60 275</b>	<b>2,3</b>
<b>% Alianza del Pacífico</b>	<b>35,67</b>	<b>35,37</b>	<b>64,33</b>	

Fuente: Información del Banco Mundial y Bloomberg.

La información se obtuvo de Bloomberg, e inicialmente se contó con 1962 datos para 599 firmas. Sin embargo, el modelo propuesto requiere de información financiera de las firmas emisoras, por lo que dada la disponibilidad de la información, se reduce la muestra únicamente a las empresas listadas en las bolsas de valores de los cuatro países objeto del estudio. El resultado final es un panel con 293 observaciones para 54 empresas en 10 años. Como no todas las empresas tienen la información en todos los años, el modelo a desarrollar es un panel desbalanceado. El panel de datos compila la información de 57 operaciones de crédito sindicado y 236 emisiones de bonos por valores, en millones de dólares, de 77 421 y 210 836, respectivamente.

### 3.2 Variables

El estudio utilizó como variable dependiente una *dummy* que toma el valor de 1 si la firma accede a créditos sindicados, y 0 para la decisión de financiarse a través de bonos.

#### 3.2.1 Variables independientes.

- **Edad de la firma:** corresponde a la antigüedad de la firma, contada desde su fecha de constitución hasta el 31 de diciembre de cada año en que realizó una operación de crédito sindicado. Para efectos del modelo, se define como logaritmo de la edad ([Caporale, Lodh y Nandy, 2018](#)).
- **Valor del crédito:** se define como el logaritmo del valor (en millones de dólares) de las operaciones de deuda (créditos sindicados y emisión de bonos) ([Caporale et al., 2018](#)).
- **Industria (sector):** partiendo de los diez criterios que toma Bloomberg para clasificar las industrias, se crea una variable *dummy* que toma el valor de 1 para las empresas que se clasifican como industriales (materiales, industrial, tecnología y productos básicos de consumo), y de 0 para las de servicios (servicios públicos, consumo discrecional, comunicaciones, financiero, energía y salud) ([Caporale et al., 2018](#)).
- **Deuda corto plazo:** corresponde a los pasivos financieros de la firma con maduración inferior a 12 meses al cierre de cada año en el que hubo una operación de crédito sindicado ([Altunbaş et al., 2010](#)). Esta variable es comúnmente utilizada en toda la literatura estudiada, sin embargo, como medida de robustez, se utiliza el ratio financiero relación deuda/patrimonio.
- **Rentabilidad:** como variable para medir la rentabilidad de la empresa, se utilizó el indicador ROIC (*return on invested capital*). A pesar de que este indicador no suele ser incluido en los modelos estudiados, dada la relevancia que presenta para efectos de determinar la rentabilidad de las firmas, consideramos importante su inclusión. La rentabilidad de las firmas juega un papel importante al momento de adquirir recursos, pues hace parte del análisis de quienes asumen el riesgo de participar como prestamistas. El referente de rentabilidad más común es la rentabilidad sobre los activos, pero este indicador no recoge aspectos como la rentabilidad operativa de la firma o el retorno del capital invertido en la misma (el cual no solamente está representado por sus activos), de ahí que nuestra propuesta consiste en evaluar el posible impacto que tienen el ROIC y el margen EBIT en la decisión de financiarse por medio de créditos sindicados o emisiones de deuda. Sin embargo, como medida de robustez, utilizamos en algunas especificaciones del modelo el ROA.

- **Margen EBIT:** es definido como el ingreso operativo dividido por los ingresos netos ([lavorskyi, 2013](#)).
- **Tamaño de la firma:** definido por el volumen de los activos, está asociado con el colateral que puede cubrir un eventual incumplimiento de sus acreencias; firmas pequeñas no tienen la capacidad de obtener grandes sumas en el mercado de valores. Adicionalmente, como medida de robustez para la variable tamaño, se utiliza la capitalización de mercado, al ser uno de los *proxies* utilizados para medir el tamaño de una firma ([Dang, Li y Yang, 2018](#)).
- **Costos de agencia:** estudios previos mencionan que la escogencia de instrumentos de deuda está ligada, entre otras cosas, a la mitigación de los costos de agencia como resultado del monitoreo por parte de los bancos. Además, las decisiones de financiación corporativa se caracterizan por problemas de costos de agencia y la asimetría de la información ([Altunbaş et al., 2010](#)). Esta variable se calculó como gastos operacionales sobre ventas ([Ang, Cole & Lin, 2000](#); [Fleming, Heaney & Mccosker, 2005](#)).

### 3.3 Hipótesis

La obtención de deuda a través de créditos sindicados, al involucrar menos actores, agiliza un poco el proceso de financiación en comparación con hacerlo a través del mercado de deuda. A su vez, el mercado de deuda, al involucrar una mayor cantidad de actores (inversionistas), prefiere que el emisor goce de trayectoria por lo que las empresas con mayor antigüedad podrían financiarse a través de bonos, en vez de hacerlo mediante créditos sindicados. Esto se apoya en el hecho de que las empresas de corta y mediana trayectoria no estarían dispuestas a cumplir con los niveles de revelación de información que demanda el ser parte del mercado público de valores, por lo que estas serían candidatas a financiarse a través de créditos sindicados ([Godlewski y Weill, 2008](#)). Este argumento conduce a la primera hipótesis del estudio:

Hipótesis 1. Existe una relación negativa entre la antigüedad de la firma y la toma de créditos sindicados.

Los estudios han expuesto que las firmas altamente apalancadas tienen preferencia a financiarse por medio de operaciones de créditos sindicados, en vez de hacerlo a través del mercado de títulos de deuda ([Altunbaş et al., 2010](#)). El alto apalancamiento es señal de posible estrés financiero, lo que genera una asociación negativa entre la emisión de deuda pública adicional y apalancamiento financiero. Lo anterior apoya la segunda hipótesis:

Hipótesis 2. Existe una relación positiva entre el nivel de endeudamiento de la firma y la decisión de financiarse a través de créditos sindicados.

Para quienes participan en calidad de prestatarios dentro de una operación de crédito sindicado, el hecho de que el deudor sea una firma rentable constituye una fuente de garantía del pago del crédito otorgado ([Godlewski y Weill, 2008](#); [Altunbaş et al., 2010](#)). En consecuencia, la tercera hipótesis plantea que:

Hipótesis 3. Existe una relación positiva entre la rentabilidad de la firma y la toma de créditos sindicados.

Dado que dentro del sector servicios se encuentran las instituciones financieras (bancos y otros servicios financieros), estas entidades cuentan con mayores facilidades para obtener recursos por medio de emisiones de deuda en el mercado de capitales, por lo tanto, son menos propensas a tomar créditos sindicados (Caporale et al., 2018). Esto nos conduce a la cuarta hipótesis del estudio:

Hipótesis 4. Hay una relación negativa entre las empresas del sector servicios y su preferencia a financiarse a través de créditos sindicados.

Las pequeñas empresas ven en su tamaño un límite a su capacidad de obtener fondos en el mercado público de valores, dados los altos costos fijos que hacen que una emisión de bonos sea inviable (Maskara y Millineaux, 2011). Este argumento nos conduce a la quinta hipótesis del estudio:

Hipótesis 5. Hay una relación positiva entre el tamaño de la empresa y la probabilidad de que esta se financie a través de créditos sindicados.

El monto de la financiación que la empresa requiere, podría estar relacionado con la decisión de financiarse a través de un crédito sindicado o de hacerlo por medio de una emisión de bonos. De ahí que es de esperarse una relación positiva entre el monto del crédito y su maduración, así como con el número de prestatarios (Caporale et al., 2018). Este planteamiento lleva a la sexta hipótesis del presente estudio:

Hipótesis 6. Hay una relación positiva entre el monto del crédito (medido como el logaritmo de la colocación) y la decisión de que la empresa se financie a través de créditos sindicados.

### 3.4 Construcción del modelo

La información incluye datos de series de tiempo (valores para cada año) y de corte transversal (operaciones de deuda de las firmas estudiadas para cada año). Este movimiento de unidades de corte transversal a lo largo del tiempo se denomina serie de datos panel (Gujarati y Porter, 2010). Por lo tanto, el estudio se realiza con una regresión de datos panel, ya que es la técnica que más se ajusta a la muestra, y permite una mejor interpretación de todas las variables en su conjunto (Godlewski y Weill, 2008).

Para determinar cuál modelo era el que mejor explica el comportamiento de los actores que deciden financiarse a través de créditos sindicados, se realizaron varias pruebas entre los distintos tipos de panel, encontrando que el que mejor se ajusta es el de mínimos cuadrados ordinarios con errores estándar corregidos para panel, puesto que no se pudieron interpretar otros modelos tipo panel evaluados, debido a que las estimaciones arrojaban coeficientes ineficientes, dados los problemas de autocorrelación y heterocedasticidad que presentan los datos del panel. La elección de este modelo se debe a que mejora las estimaciones de los coeficientes porque toma en cuenta las correlaciones contemporáneas de los errores y, forzosamente, la heterocedasticidad, siendo estas corregidas. La [ecuación 1](#) presenta el modelo a estimar:

$$\begin{aligned} \text{CréditoSindicado}_{it} = & \widehat{\beta}_0 + \widehat{\beta}_1 * \text{ValorCrédito}_{it} + \widehat{\beta}_2 * \text{EdadFirma}_{it} + \widehat{\beta}_3 * \text{Ln Activos}_{it} + \widehat{\beta}_4 * \text{Industria}_{it} + \widehat{\beta}_5 * \\ & \text{DeudaCP}_{it} + \widehat{\beta}_6 * \text{ROIC} + \widehat{\beta}_7 * \text{Margen EBIT}_{it} + \widehat{\beta}_8 * \text{Costos de Agencia}_{it} + \widehat{U}_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

## 4. Resultados

En esta sección se exponen los hallazgos encontrados luego de llevar a cabo las diferentes estimaciones para validar empíricamente si las variables enunciadas explican la decisión de una empresa a financiarse por medio de un crédito sindicado o hacerlo a través de una emisión de deuda en el mercado de valores. Las hipótesis de este estudio se examinaron mediante la estimación de diferentes especificaciones del modelo de regresión multivariante descrito en la [ecuación 1](#).

### 4.1 Matriz de correlaciones

En la [Tabla 2](#) se muestra la matriz de correlaciones de las variables utilizadas, encontrando que no se presentan problemas de autocorrelación entre estas, por el contrario, el endeudamiento presenta correlaciones negativas con las demás variables estudiadas.

**Tabla 2. Matriz de correlaciones**

	Sindicado	Valor crédito	Ln edad firma	Ln activos	Ln market cap.	Industria	Deuda CP	Relación DE	ROIC	ROA	Margen EBIT	Costos agencia
Valor crédito	0,1855* (0,0015)	1										
Ln edad firma	0,0417 (0,4766)	0,011 (0,8515)	1									
Ln activos	-0,2685* (0,0000)	-0,0028 (0,9623)	0,1291* (0,0271)	1								
Ln market cap.	-0,0223 (0,7053)	0,4751* (0,0000)	0,2782* (0,0000)	0,3538* (0,0000)	1							
Industria	0,2306* (0,0001)	-0,0914 (0,1192)	0,4164* (0,0000)	-0,3912* (0,0000)	-0,0533 (0,3670)	1						
Deuda CP	-0,1442* (0,0148)	0,1137 (0,0555)	0,0167 (0,7789)	0,5893* (0,0000)	0,3349* (0,0000)	-0,2884* (0,0000)	1					
Relación DE	-0,1559* (0,0075)	-0,1744* (0,0028)	-0,1626* (0,0053)	0,3440* (0,0000)	-0,1384* (0,0185)	-0,3054* (0,0000)	0,5386* (0,0000)	1				
ROIC	-0,1676* (0,0040)	0,1265* (0,0307)	-0,1373* (0,0187)	0,0814 (0,1646)	0,3996* (0,0000)	-0,0261 (0,6560)	-0,1501* (0,0112)	-0,1866* (0,0013)	1			
ROA	-0,1530* (0,0087)	-0,0194 (0,7408)	0,0553 (0,3457)	-0,0661 (0,2597)	0,3172* (0,0000)	0,1472* (0,0117)	-0,3563* (0,0000)	-0,2243* (0,0001)	0,7606* (0,0000)	1		
Margen EBIT	-0,0594 (0,3997)	-0,1128 (0,1100)	-0,1392* (0,0477)	-0,0139 (0,8436)	0,1360 (0,0536)	-0,2437* (0,0005)	-0,3229* (0,0000)	-0,1977* (0,0047)	0,5037* (0,0000)	0,529* (0,0000)	1	
Costos agencia	-0,1198* (0,0411)	0,0363 (0,5383)	-0,3303* (0,0000)	0,1364* (0,0199)	-0,2139* (0,0003)	-0,4541* (0,0000)	0,1824* (0,0021)	0,3409* (0,0000)	-0,2514* (0,0000)	-0,3088* (0,0000)	-0,2006* (0,0041)	1

Nota: Los P Values están reportados entre paréntesis. \* Nivel de significancia 10%.  
Fuente: Elaboración propia.

Además, se realiza la prueba del factor de inflación de la varianza (VIF) para detectar la presencia de multicolinealidad. La [Tabla 3](#) muestra que los coeficientes VIF obtenidos para cada variable son bajos y el promedio es de 2,29, por lo que se puede considerar que no existe multicolinealidad entre las variables ([Gill y Shah, 2012](#)).

**Tabla 3. Factor de inflación de la varianza (VIF)**

Variable	VIF	1/VIF
ROIC	3,92	0,2551
ROA	3,63	0,2754
Ln_MarketCap	2,85	0,3511
MargenEBIT	2,176	0,4640
DeudaCP	2,05	0,4887
Ln_Activos	1,9	0,5268
Industria	1,79	0,5572
Ln_ValorCrédito	1,7	0,5895
Ln_EdadFirma	1,47	0,6822
CostosAgencia	1,45	0,6881
<b>Mean VIF</b>	<b>2,29</b>	

Fuente: Elaboración propia

#### 4.2 Estadística descriptiva

La [Tabla 4](#) presenta la estadística descriptiva de las variables utilizadas en este estudio. El modelo se construyó con un total de 293 observaciones para los 10 años analizados, encontrando que, en promedio, a precios constantes, el valor de las operaciones de crédito de financiación a gran escala (créditos sindicados y emisiones de bonos) fue de USD 983,8 millones. Asimismo, se evidencia que el 75 % de las observaciones corresponden a operaciones por debajo de los USD 800 millones, siendo el 25 % restante superior a este valor.

De igual manera, se observa que, en promedio, la edad de las firmas que realizaron este tipo de operaciones es de 42 años (contados desde su fecha de constitución), encontrando que, para el 75 % de las observaciones, la edad se encuentra por debajo de 65 años.

Respecto a los indicadores de tamaño utilizados como medida de robustez en el modelo, se tiene que, en promedio, las empresas que recurren al tipo de instrumentos analizados en este estudio tienen unos activos de USD 18 183,5 millones, y una capitalización bursátil de USD 11 898,32; asimismo, se observa que, para estos datos, el 75 % de los mismos se encuentra por debajo de USD 26 251,06 millones, para los primeros, y de USD 13 254,08, para los segundos.

**Tabla 4. Estadística descriptiva**

Variable	Obs	Media	Desv estándar	P25	P50	P75	Min	Máx
Sindicado	293	0,19	0,40	0	0	0	0	1
ValorCrédito (mm USD)	292	983,82	3028,61	141,57	350	800	0	42 739,03
EdadFirma (años)	293	42	26	19	35	65	1	100
Activos (mm USD)	293	18 183,57	23 036,27	1518,44	8821,67	26 251,06	0,21	92 275,91
MarketCap (mm USD)	289	11 898,32	17 067,39	3169,80	8055,56	13 254,08	226,63	126 567,80
Industria	293	0,39	0,49	0	0	0	0	1
DeudaCP (%)	293	1130,26	1726,59	105,05	315,23	1329,55	0,00	8891,32
ROIC	293	8,51	6,51	4,94	8,15	11,68	-18,52	33,30
ROA	293	4,13	5,51	1,51	3,24	6,53	-29,17	20,37
MargenEBIT	203	0,17	0,16	0,83	0,13	0,23	-0,74	0,83
CostosAgencia (%)	291	0,31	0,20	0,15	0,28	0,43	0,00	1,15

Nota: Para efectos de presentación, los valores de valor del crédito, edad de la firma y el tamaño (activos y capitalización bursatil) están calculados sobre valores absolutos, ya que en el modelo se trabajó con el logaritmo natural de los mismos y los valores suavizados no permiten ningún análisis.

Fuente: Elaboración propia

### 4.3 Resultados

La [Tabla 5](#) muestra los resultados de las diferentes estimaciones realizadas, en las cuales se toma *sindicados* como variable dependiente. Estos modelos fueron estimados usando la técnica de datos panel mediante mínimos cuadrados ordinarios (MCO), con errores estándar corregidos para panel ([Beck y Katz, 1995](#)); tomando distintas combinaciones de las variables independientes estudiadas, alternando principalmente entre indicadores de rentabilidad (ROIC, ROA) y de tamaño de la firma (valor activos, market capitalization). La variable costos de agencia se incluye para analizar su efecto en la significancia global del modelo.

**Tabla 5. Resultado regresiones mínimos cuadrados ordinarios (MCO) con errores estándar corregidos para panel<sup>1</sup>**

Variable	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
ValorCrédito	0,0322*** (0,007)	0,0333 *** (0,008)	0,0320*** (0,008)	0,0325 *** (0,009)	0,0332 *** (0,007)	0,0329 *** (0,007)
EdadFirma	-0,0780 (0,048)	-0,0944 * (0,049)	-0,0714 (0,050)	-0,0893 * (0,052)	-0,0805 * (0,046)	-0,0778 * (0,046)
Ln_Activos	-0,0033 (0,014)	-0,0029 (0,015)			-0,0010 (0,014)	-0,0009 (0,014)
MarketCapital			0,0004 (0,000)	0,0040 (0,000)		
Industria	0,1661** (0,081)	0,1626 * (0,085)	0,1563 * (0,080)	0,1522 * (0,085)	0,1591** (0,078)	0,1639** (0,074)
DeudaCPv	0,0000 (0,000)	0,0000 (0,000)	0,0000 (0,000)	0,0000 (0,000)		
RelaciónDE					-0,0007 (0,001)	-0,0007 (0,001)
ROIC		-0,0177 *** (0,006)		-0,0181 *** (0,006)		
ROA	-0,0218 *** (0,005)		-0,0222 *** (0,006)		-0,0231 *** (0,005)	-0,0227 *** (0,005)
MargenEBIT	0,4463 ** (0,205)	0,3690 * (0,202)	0,4438 ** (0,204)	0,3614 * (0,202)	0,4244 ** (0,199)	0,4300 ** (0,198)
CostosAgencia	-0,0512 (0,192)	-0,0482 (0,198)	-0,0605 (0,198)	-0,0531 (0,203)	-0,0517 (0,187)	
R2	0,1255	0,1023	0,1198	0,0942	0,1359	0,1333
Observaciones	202	202	201	201	202	202

\* Nivel de significancia 10% \*\* Nivel de significancia 5% \*\*\*Nivel de significancia 1%

Nota: Esta tabla reporta las estimaciones de las regresiones tipo panel. La variable dependiente es una dicótoma que toma el valor de 0 para la decisión de financiarse por medio de créditos sindicados y 1 para hacerlo por medio de bonos. Ln\_Activos corresponde al log de los activos en el año de la emisión. Industria es una dicótoma que toma el valor de 0 para las empresas del sector servicios y 1 para las del sector industrial. La deuda de corto plazo corresponde a los pasivos financieros con exigibilidades inferiores a un año. La relación deuda/patrimonio es un ratio que calcula el porcentaje de los pasivos sobre el patrimonio en el año de la emisión. ROIC corresponde a la división entre la utilidad operativa antes de impuestos y el capital invertido (capital de trabajo más activo fijo neto). Margen EBIT corresponde al EBIT/Ventas. Costos de agencia corresponde al cálculo de gastos operacionales sobre ventas. Market Cap hace referencia al producto del valor de la acción de la firma por el número de acciones en circulación de la misma. Los errores estándar son presentados en paréntesis.

Fuente: Elaboración propia

Para corroborar las hipótesis planteadas, se estimaron seis modelos, dejando como variables comunes a todas las especificaciones el monto del crédito, la edad de la firma, la industria y el margen EBIT. En el modelo 1 se incluye como variable de rentabilidad el ROA, como medida de tamaño el logaritmo de los activos, y también se incluye la variable costos de agencia, encontrando que el monto del crédito y el ROA son estadísticamente significativas al 1 %. El ROA presenta un coeficiente negativo, en contraste con estudios para los mercados europeos en los cuales una mayor rentabilidad aumenta las probabilidades de financiarse a través de créditos sindicados (Altunbaş et al. 2010). El margen EBIT presenta un nivel

<sup>1</sup>Dadas sus características especiales, en la literatura académica es usual separar en este tipo de análisis las instituciones financieras del resto de sectores. En este caso, se hizo un ajuste al modelo creando una variable dicotómica para separar las financieras de las no financieras, encontrando que este ajuste no le aporta al modelo, la variable no es significativa a ningún nivel. Es por esta razón que el modelo se trabaja en la forma propuesta en el documento.

de significancia del 5 %, con un coeficiente positivo y económicamente significativo, lo cual indica que las firmas de la Alianza del Pacífico con mayores rentabilidades operativas tienen tendencia a financiarse por medio de créditos sindicados. Esto permite confirmar parcialmente la [Hipótesis 3](#), pues las firmas con mayores rentabilidades operativas optarán por financiarse por medio de créditos sindicados, pero aquellas que presentan mayor rentabilidad respecto del total de sus activos lo harán por medio de bonos. Aspectos como el tamaño de la firma y el endeudamiento a corto plazo, a pesar de ser relevantes en la literatura revisada, no presentaron significancias estadísticas en este modelo.

En el modelo 2, se sustituye el ROA por el ROIC como medida de rentabilidad. Este indicador mantiene su nivel de significancia estadística al 1 %, pero su significancia económica es menor, y disminuye la significancia global del modelo. Por otro lado, este cambio le da importancia estadística a la edad de la firma de un 10 % con un coeficiente negativo, sugiriendo que empresas con una mayor trayectoria en el mercado preferirán financiarse a través de emisiones de bonos, corroborando así lo planteado en la [Hipótesis 1](#). En la literatura abordada, esta variable no se estudia como un determinante de la decisión, sino como un aspecto que le puede brindar mejores condiciones a la firma ([Caporale et al., 2018](#)).

El modelo 3 toma como variable tamaño la capitalización bursátil (Market Cap), y se mantienen las demás variables del modelo 1. Como resultado, se observa que el monto del crédito, el ROA y el margen EBIT continúan con los niveles similares de significancia estadística y económica del modelo 1. Con este cambio se observa que, independiente de cómo se mida la variable tamaño, esta no explica la decisión, en contraste con lo demostrado por [Altunbaş et al. \(2010\)](#), donde los créditos sindicados suelen ser la elección de firmas muy grandes. Estos resultados no permiten confirmar o la [Hipótesis 5](#) de este estudio.

El modelo 4 toma las mismas variables del modelo 3, sustituyendo el ROA por el ROIC; como resultado se observa que la edad de la firma pasa a tener significancia estadística al 10 %, con un coeficiente negativo, manteniendo así lo obtenido en el modelo 2. El margen EBIT pierde poder económico y significancia estadística respecto del modelo 3. El monto del crédito en este escenario aumenta su poder económico y mantiene su nivel de significancia estadística al 1 %, tal y como se ha presentado en los modelos anteriores. El tener un coeficiente positivo confirma lo planteado en la [Hipótesis 6](#), en el sentido de demostrar que entre más grande sea el monto requerido, las firmas optarán por financiarse a través de créditos sindicados ([Altunbaş et al., 2010](#)).

En el modelo 5 se toman, como indicador del tamaño de la firma, el logaritmo de los activos, el ROA como *proxy* de rentabilidad y la relación deuda patrimonio como variable de endeudamiento (en los modelos anteriores se tomó el valor de la deuda a corto plazo), pero ninguno de estos dos indicadores presenta significancia estadística ni potencia económica. Los resultados del modelo no permiten corroborar la [Hipótesis 2](#). Los cambios introducidos a este modelo aumentan la significancia económica y estadística a la variable industria, demostrando que las firmas que no pertenecen al sector servicios prefieren financiarse por medio de créditos sindicados, en vez de hacerlo por medio de bonos.

Finalmente, el modelo 6 toma las mismas variables del modelo anterior, con la única diferencia de que este último excluye los costos de agencia, obteniendo, como resultado más importante, el aumento en el  $r^2$  del modelo. El ROA y el valor del crédito mantienen los niveles más altos de significancia estadística (al 1 %); por su parte, la industria y el margen EBIT son significativos al 5 % y presentan coeficientes positivos, esto confirma que son las empresas del sector servicios las que tienen preferencia por financiarse por medio de bonos, mientras que las del sector industrial prefieren hacerlo por medio

de sindicados, corroborando lo planteado en la hipótesis. En la literatura, la industria se analiza como una variable de control, mas no como un determinante.

Como medida de robustez, utilizando la misma combinación de variables del modelo anterior, se realizan modelos probit con efectos aleatorios, teniendo en cuenta lo planteado por [Gujarati y Porter \(2010\)](#), el comportamiento de una variable dependiente dicótoma se puede explicar utilizando una función de distribución acumulativa FDA, y el modelo de estimación que surge de una FDA normal se conoce comúnmente como modelo probit. Como se puede observar en la [Tabla 6](#), los resultados de las variables monto del crédito, edad de la firma, ROA e industria son significativas, y con un poder explicativo muy similar a la estimación con la técnica MCO con errores estándar corregidos para panel.

Estos resultados muestran que el modelo es robusto frente a otra técnica estadística, lo que permite concluir que los resultados no están explicados por una técnica estadística puntual, sino que es robusta a cualquier estimación o cualquier técnica estadística que se use.

**Tabla 6. Regresión tipo probit con efectos aleatorios**

Variable	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
ValorCrédito	0,2398 *** (0,064)	0,2367 *** (0,062)	0,2453 *** (0,067)	0,2516 *** (0,067)	0,2515 *** (0,073)	0,2518 *** (0,073)
EdadFirma	-0,4690 * (0,285)	-0,4308 * (0,244)	-0,4019 * (0,234)	-0,4514 (0,283)	-0,4222 * (0,232)	-0,3889 (0,238)
LnActivos	-0,0913 (0,103)	-0,0673 (0,093)			-0,0332 (0,075)	-0,0351 (0,076)
MarketCapital			-0,1009 (0,163)	-0,1380 (0,176)		
Industria	0,5417 (0,399)	0,6222 * (0,369)	0,6334 (0,388)	0,5807 * (0,399)	0,5668 * (0,336)	0,6049 * (0,331)
DeudaCP	0,0001 (0,000)	0,0000 (0,000)	0,0000 (0,000)	0,0001 (0,000)		
RelaciónDE					-0,0038 (0,003)	-0,0038 (0,003)
ROIC	-0,0515 (0,034)			-0,0509 (0,036)		
ROA		-0,0959 *** (0,034)	-0,0959 *** (0,035)		-0,1116 *** (0,033)	-0,1111 *** (0,034)
MargenEBIT	0,6132 (1,227)	1,6999 (1,251)	1,8997 (1,291)	0,8771 (1,186)	1,8148 (1,202)	1,9750 * (1,154)
CostosAgencia	-0,4208 (0,804)	-0,4242 (0,947)	-0,5496 (0,898)	-0,5505 (0,770)	-0,4079 (0,904)	
Observaciones	202	202	201	201	202	202
ll	-94,7270	-92,6480	-92,2037	-94,5350	-91,8684	-91,9622

\* Nivel de significancia 10% \*\* Nivel de significancia 5% \*\*\*Nivel de significancia 1%

Nota: Esta tabla reporta las estimaciones de las regresiones probit con efectos aleatorios. La variable dependiente es una dicótoma que toma el valor de 0 para la decisión de financiarse por medio de créditos sindicados y 1 para hacerlo por medio de bonos. Tamaño

de la firma corresponde al log de los activos en el año de la emisión. Industria es una dicótoma que toma el valor de 0 para las empresas del sector servicios y 1 para las del sector industrial. La deuda de corto plazo corresponde a los pasivos con exigibilidades inferiores a un año. ROIC corresponde a la división entre la utilidad antes de impuestos y el capital invertido (capital de trabajo más activos fijos). Margen EBIT corresponde al EBIT/Ventas. Valor ventas corresponde a los ingresos por ventas en el año de la emisión. Costos de agencia corresponde al cálculo de gastos operacionales sobre ventas. Market Cap hace referencia al producto del valor de la acción de la firma por el número de acciones en circulación de la misma. Los errores estándar son presentados en paréntesis.

Fuente: Elaboración propia

## 5. Conclusiones

Los créditos sindicados han crecido durante los últimos años, constituyéndose en una alternativa importante para la financiación en los países de la Alianza del Pacífico. Por esta razón, contar con evidencia empírica sobre los determinantes en la decisión es importante, pues permitirá a la administración de las firmas conocer qué aspectos deben considerar al momento de decidir financiarse por medio de una alternativa u otra.

Este documento contribuye con la literatura de los determinantes en la elección de deuda en la Alianza del Pacífico, constituyéndose en uno de los primeros estudios en abordar el tema en países latinoamericanos. Los resultados de este estudio demuestran que la escogencia de créditos sindicados está positivamente relacionada con el tamaño del crédito, la industria y el margen EBIT. Nuestros hallazgos sugieren que los efectos promedio no capturan el impacto de las variables asociadas a la firma. A pesar de que en la literatura estudiada se encuentra que aspectos como el endeudamiento a corto plazo y los costos de agencia están relacionados con la decisión de tomar créditos sindicados, en el estudio realizado no fue posible corroborarlo, debido a que estas variables no arrojaron coeficientes significativos.

Así pues, el tamaño del crédito constituye un factor importante para incentivar la toma de créditos sindicados, pues entre mayor es el monto de la emisión (de deuda), más alto es el riesgo que debe asumir el prestatario y, por ende, serán mayores las tasas que tendrá que pagar el deudor. Por medio de la sindicación de un crédito, el nivel de exposición de los prestatarios se reduce, pues comparte el riesgo con los demás bancos del sindicato y esto se traduce en menores tasas para el deudor. Por otro lado, las empresas del sector servicios prefieren financiarse a través de bonos, esto puede deberse a que en este sector se encuentran las entidades financieras, quienes, por el tipo de actividad que desarrollan y su nivel de penetración en el mercado, tienen mayores facilidades en el proceso de emisión.

Por otra parte, las empresas del sector industrial demandan grandes cantidades de recursos para financiar sus inversiones de CapEx, las cuales corresponden a activos de largo plazo que solo pueden ser fondeados con recursos de larga maduración. Esto también va ligado a las facilidades de renegociación, ya que una emisión de bonos, al involucrar un número plural de actores, hará de este proceso algo más largo y dispendioso. Finalmente, el margen EBIT como indicador de rentabilidad operativa, constituye un incentivo para que los prestatarios decidan financiar un crédito sindicado, pues se esperaría que una firma que genere rentabilidad operativa garantizara la generación de recursos para honrar las obligaciones contraídas.

Dadas las características de las firmas analizadas (empresas listadas en las bolsas de valores del MILA), la variable costos de agencia no tiene poder explicativo; esto puede deberse a que las empresas listadas en las bolsas de valores, por cuestiones regulatorias, presentan mayores niveles de revelación de la información a los grupos de interés o partes relacionadas, y mejores prácticas de gobierno corporativo, lo que reduce los problemas de asimetría de la información.

Finalmente, dado que este estudio se concentra en el análisis endógeno de las firmas que toman créditos sindicados, este puede constituirse en la base para futuros análisis que incluyan, además, las variables exógenas que no fueron consideradas en los modelos estudiados, a la vez que puede servir de referente para estudios en países emergentes de Asia o el norte de África. A modo de recomendación, se sugiere ampliar este estudio a firmas que no se encuentren listadas en las bolsas, ya que esto permitirá tener un universo de datos mucho más amplio, de manera que el desarrollo de modelos como el propuesto en este trabajo tenga un mayor poder explicativo recogiendo aspectos que, por las características de las firmas estudiadas, no fueron capturados en el análisis de datos.

## Referencias

- Adamuz, María de las Mercedes y Hernández, Janko y Moreno Treviño, Jorge O. (2015) *Estructura de deuda corporativa y el mercado de créditos sindicados en México : Serie de documentos de trabajo 2015-02*. Documento de trabajo. Fundación de Estudios Financieros.
- Alexandre, H., Bouaiss, K., & Refait-Alexandre, C. (2014). Banking Relationships and Syndicated Loans during the 2008 Financial Crisis. *Journal of Financial Services Research*, 46(1), 99-113. <https://doi.org/10.1007/s10693-013-0172-4>
- Alianza del Pacífico (2019). *Figures of the Pacific Alliance*. <https://alianzapacifico.net/en/>
- Altunbaş, Y., Kara, A., & Marques-Ibanez, D. (2010). Large Debt Financing: Syndicated Loans versus Corporate Bonds. *European Journal of Finance*, 16(5), 437-458. <https://doi.org/10.1080/13518470903314394>
- Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Finance*, 55, 81-106. <http://dx.doi.org/10.1111/0022-1082.00201>
- Beck, N. & Katz, J. N. (1995). What to do (and not to do) with Time Series Cross Section Data. *The American Political Science Review*, 89(3), 634-647.
- Caporale, G. M., Lodh, S., & Nandy, M. (2018). How has the global financial crisis affected syndicated loan terms in emerging markets? Evidence from China. *International Journal of Finance and Economics*, 23(4), 478-491. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1633>
- Dang, C., Li, Z., & Yang, C. (2018). Measuring firm size in empirical corporate finance. *Journal of Banking and Finance*, 86, 159-176. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.09.006>
- De las Mercedes Adamuz, M. & Hernández Cortés, J. (2014). Endogenous screening and the formation of loan syndicates. *International Review of Economics and Finance*, 37, 290-307. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.12.002>
- Diario La República (2014). La Alianza del Pacífico es la octava potencia económica a nivel mundial. <https://www.larepublica.co/economia/la-alianza-del-pacifico-es-la-octava-potencia-economica-a-nivel-mundial-2136046>
- Eichengreen, B., & Mody, A. (2000). Lending booms, reserves and the sustainability of short-term debt: inferences from the pricing of syndicated bank loans. *Journal of Development Economics*, 63(1), 5-44.
- Fleming, G., Heaney, R., & Mccosker, R. (2005). Agency costs and ownership structure in Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(1), 29-52. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2004.04.001>
- Gill, A. & Shah, C. (2012). Determinants of corporate cash holdings: Evidence from Canada. *International Journal of Economics and Finance*, 4(1), 70-79. <http://dx.doi.org/10.5539/ijef.v4n1p70>
- Godlewski, C. J. & Weill, L. (2008). Syndicated loans in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 9(3), 206-219. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2008.04.001>
- Gujarati, D. & Porter, D. (2010). *Econometría* (5.a ed.). McGrawHill. México DF
- Hale, G. (2007). Bonds or Loans? The Effect of Macroeconomic Fundamentals. *Economic Journal*, vol. 117, issue 516, 196-215.
- Iavorskyi, M. (2013). *The impact of capital structure on firm performance: evidence from Ukraine* (Tesis de doctorado). Kyiv School of Economics. <http://www.kse.org.ua/download.php?downloadid=306>
- Martín, J. L. & Téllez, C. (2011). Créditos sindicados y emisiones internacionales de bonos. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 12, 73-94. [https://accid.org/wp-content/uploads/2018/10/Creditos\\_sindicados\\_y\\_emisiones\\_internacionales\\_de\\_bonos.pdf](https://accid.org/wp-content/uploads/2018/10/Creditos_sindicados_y_emisiones_internacionales_de_bonos.pdf)
- Maskara, P. K. & Millineaux, D. J. (2011). Small Firm Capital Structure and the Syndicated Loan Market. *Journal of Financial Services Research*, 39, 55-70. <https://doi.org/10.1007/s10693-010-0086-3>
- Merino, G. E. (2017). Proyectos estratégicos e integración regional en América Latina. El surgimiento de la Alianza del Pacífico, el fortalecimiento del regionalismo abierto y el retroceso del regionalismo autónomo. *Relaciones Internacionales*, 26(52), 008. <https://doi.org/10.24215/23142766e008>

- Narodowski, P. & Merino, G. (2015). La agudización de las tensiones globales. Análisis de la crisis del orden unipolar y los conflictos geoestratégicos desde una perspectiva centro-periferia. *Estudios Socioterritoriales*, 18, 81-99.
- Peyrani, J. & Geffner, M. (2013). *Dos modelos en debate: MERCOSUR ampliado y la Alianza del Pacífico. Compatibilidades y divergencias*. Buenos Aires: Fundación Friedrich Ebert. <https://library.fes.de/pdf-files/bueros/argentinien/10753.pdf>